

С.З.Мошенский

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Трансформационные процессы



Сергей Захарович Мошенский -
доктор экономических наук, профессор,
заслуженный экономист Украины,
директор по экономико-правовым
вопросам Группы компаний “Планета”
(г. Киев).

Сфера научных интересов - рынок
ценных бумаг.

Автор книг “Эволюция векселя”
(под названием “History of weksel”
издана в США), “Вексель. Базовые
концепции”.



ISBN 978-5-282-03043-3



9 785282 030433

С.З. МОШЕНСКИЙ

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ: ТРАНСФОРМАЦИОННЫЕ ПРОЦЕССЫ



ЭКОНОМИКА
www.economizdat.ru
2010

УДК 336.761

ББК 65.264

М87

Рецензенты:

И.Г. Лукьяненко – доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой финансов Национального университета «Киево-Могилянская академия»

А.И. Сухоруков – доктор экономических наук, профессор, заведующий отделом экономической безопасности Национального института проблем международной безопасности при Совете национальной безопасности и обороны Украины

Мошенский С.З.

М87 **Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы /**
С.З. Мошенский. – Москва: «Экономика», 2010. – 240 с.

ISBN 978-5-282-03043-3

Книга посвящена современным тенденциям на рынках ценных бумаг. Показана эволюция этих рынков от их возникновения до начала XXI в.; проанализированы общее состояние и показатели развития современного рынка ценных бумаг, его значение для экономического развития. Предлагаются рекомендации для усовершенствования механизмов регулирования рынков ценных бумаг.

Книга предназначена для специалистов, занимающихся проблемами рынков ценных бумаг и международных инвестиций, студентов, аспирантов и научных работников, а также всех, кто интересуется этими вопросами.

УДК 336.761

ББК 65.264

ISBN 978-5-282-03043-3

© Мошенский С.З., 2010

© Оформление, оригинал-макет

ЗАО «Издательство «Экономика», 2010

Научное издание

МОШЕНСКИЙ Сергей Захарович

Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы

Редактор *А.П. Дикий*
Корректор *А.С. Скакун*
Художник *Л.И. Корж*
График *А.Н. Дидиловский*
Верстальщик *В.В. Свицельская*

ИД № 03627 от 25.12.2000 г.

Подписано в печать с оригинал-макета _____ г.

Формат 70×100 1/16. Бумага офсетная. Печ. л. 15. Учет.-изд. л. 19,5.

Тираж 500 экз. Изд. № 8544. Заказ № ____.

ЗАО «Издательство «Экономика»,
123995, г. Москва, Бережковская наб., д. 6.

Отпечатано в ЧП «РУТА»,
10014, Украина, г. Житомир, ул. М. Бердичевская, д. 17а

СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие.....	5
Часть 1. Эволюция мирового рынка ценных бумаг	6
1.1. Возникновение рынка ценных бумаг.....	6
1.2. Формирование международного рынка ценных бумаг в XIX – начале XX веков	12
1.3. Формирование финансовой архитектуры глобального рынка ценных бумаг во второй половине XX – в начале XXI веков	22
Часть 2. Современные трансформационные процессы на рынках ценных бумаг.....	32
2.1. Финансовые рынки и рынки ценных бумаг: понятия и структура.....	32
2.2. Возрастание значения финансового капитала ...	37
2.3. Возникновение сетевой структуры финансовых рынков	40
2.4. Финансовая глобализация и проблемы нестабильности глобальной архитектуры мирового финансового рынка	47
2.5. Показатели развития современных рынков ценных бумаг.....	55
Часть 3. Рынок ценных бумаг и экономическое развитие.....	76
3.1. Первичная и вторичная фрагментированность рынков ценных бумаг.....	76
3.2. Взаимозависимость развития финансового рынка и экономического роста	87
3.3. Формирование конвергентной модели финансового рынка	97
3.4. Возрастание значения институциональных инвесторов на рынках ценных бумаг.....	103

Часть 4. Регулирование рынков ценных бумаг	120
4.1. Модернизация системы государственного регулирования	120
4.2. Организация системы раскрытия информации о финансовом состоянии участников рынка.....	131
4.3. Рейтингование на рынках ценных бумаг	139
Приложения	151
Приложение к части 2	152
Приложение к части 3	201
Приложение к части 4	213
Список источников и литературы	214

ПРЕДИСЛОВИЕ

Логику и структуру книги определила её цель – описать основные тенденции на современных рынках ценных бумаг в условиях трансформационных процессов конца XX – начала XXI веков, а также раскрыть природу этих тенденций, сформировавшихся за последние два десятилетия в период экономического подъема, длившегося до начала в 2008 году глобального финансового кризиса.

Прежде всего необходимо было проанализировать эволюцию мирового рынка ценных бумаг от его возникновения до начала XXI века и показать закономерности цикличности подъемов и спадов, характерные для всей истории этого рынка. Такой анализ позволил подойти к сущности современных трансформационных процессов на рынках ценных бумаг, на которых возросло значение виртуального финансового капитала и сетевых структур, что увеличивает гибкость и адаптивность рынка. В то же время возрастание сложности глобальной архитектуры рынка приводит к нестабильности функционирования, повышающей вероятность возникновения финансовых кризисов, закономерности возникновения которых описаны в книге.

Для понимания роли рынка ценных бумаг в экономическом развитии были рассмотрены сущность и отличия первичной и вторичной фрагментированности рынков, взаимозависимость развития финансового рынка и экономического роста, а также процессы конвергенции различных моделей финансовых рынков и повышение значения институциональных инвесторов на рынках ценных бумаг.

Все это дало возможность по-новому взглянуть на проблемы государственного регулирования рынков, особенности раскрытия информации о финансовом состоянии их участников, а также специфику кредитного рейтингования, после чего предложить рекомендации по усовершенствованию регулирования рынков ценных бумаг.

Книга стала результатом длительных исследований рынка ценных бумаг, начатых автором еще в таких работах, как «Эволюция векселя» и «Вексель: базовые концепции» (опубликованы на сайте <http://i.com.ua/~msz>), а также практической деятельности на этом рынке.

Часть 1.

Эволюция мирового рынка ценных бумаг

1.1. Возникновение рынка ценных бумаг

Современный рынок ценных бумаг стал важным источником финансирования экономики, создавая обширные возможности для привлечения финансовых ресурсов. Именно рынок ценных бумаг способствовал тому, что миллионы новых инвесторов смогли получить прибыль от своих сбережений, а для предпринимателей, нуждающихся в дополнительном финансировании, этот рынок стал важным источником инвестиционного капитала. Значение рынка ценных бумаг как источника финансовых ресурсов настолько возросло, что во многих странах сформировалась особая equity culture – культура массового использования индивидуальными инвесторами этого рынка как способа вложения своих сбережений с целью получения прибыли. Еще несколько десятилетий назад такой культуры в принципе не существовало, а рынок ценных бумаг использовали в основном профессиональные участники.

На протяжении всей своей истории рынок ценных бумаг был одним из основных источников финансирования экономики и движущей силой экономического роста. Динамика этого роста в значительной мере определялась финансовыми инновациями на рынке ценных бумаг, появлением на нем новых инструментов и методов операций. Позитивное влияние финансовых инноваций на экономический рост можно видеть на всех этапах истории финансовых услуг – от возникновения кредита в древних Месопотамии и Китае, зарождения первых коммерческих обществ в Римской империи, появления рынков ценных бумаг в городах Италии XII-XV вв., распространения акций в голландских акционерных компаниях – до инновационных методов на современных рынках.

История рынков ценных бумаг¹ связана с развитием финансовых услуг, возникавших в разных регионах мира вместе с развитием торговли. Еще в

¹ Среди исследований, посвященных эволюции рынков ценных бумаг, следует отметить: Банковская энциклопедия. В 2 т. Т. 2. Биржа. История и современная организация фондовых бирж на Западе и в России. / Под ред. Л.Н. Яснопольского. – К.: Изд-во Банковой энциклопедии, 1917; Кравець В.М. Західноєвропейський банківський бізнес: становлення і сучасність / В.М. Кравець, О.В. Кравець. – К.: Знання-Прес, 2003; Кулишер И.М. История экономического быта Западной Европы / И.М. Кулишер. 9-е изд. Т. 1-2. – Челябинск: Социум, 2004; Лизунов И.В. Санкт-Петербургская биржа и российский рынок ценных бумаг (1703–1917 гг.) / И.В. Лизунов. – СПб.: Изд-во «Русско-Балтийский информационный центр «Блиц»», 2004; Ческидов Б.М. Развитие банковских операций с ценными бумагами / Б.М. Ческидов. – М.: Финансы и статистика, 1997. – С. 29–45; Ferguson N. The Ascent of Money. A Financial History of the World / N. Ferguson. – N.Y.: The Penguin Press, 2008; Kindleberger C. Manias, Panics and Crashes / C. Kindleberger. – New York: Mac Millan, 2004; Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006; Smith M. A History of the global stock market. From Ancient Rome to Silicon Valley / M. Smith. – Chicago: University of Chicago Press, 2004; Spieser P. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005.

XXIII-XX вв. до н.э. в Месопотамии (в частности, в Шумере и Вавилоне) сформировались простейшие рынки кредитных услуг и появились прототипы банков.

Первые формы международного рынка финансовых ресурсов и финансовых услуг возникли в Римской империи, занимавшей огромную территорию, где использовалась единая валюта. В этой империи были свободный капитал, готовность его инвестировать и достаточно развитая кредитная система; к тому же, там функционировала организованная система торговли ценными бумагами.

Римские общества публикантов (*societas publicani*) можно считать прототипом акционерных обществ, собственность в которых была разделена на части (*partes*). В отличие от частей крупных собственников (*socci*), части мелких собственников (*particulae*) были подобны акциям, а публичная торговля *particulae* происходила в Риме на Форуме, неподалеку от храма Кастора. Еще одной важной инновацией этого времени стало возникновение системы кодифицированного коммерческого права (оказавшего потом значительное влияние на западноевропейское право).

Однако с III в. в римской экономике начался кризис – возможно, один из первых известных нам системных экономических кризисов, ставший основной причиной политического ослабления Римской империи и ее падения в V в. Возросла инфляция, процентные ставки постоянно повышались, а денежной массы не хватало. Экономическая система империи была ориентирована прежде всего на сбор налогов и эксплуатацию захваченных территорий, а не развитие производственного сектора (в формах, доступных в то время), что и стало основной причиной кризиса. В античную эпоху другого способа организации экономической системы не могло быть, но и в последующие века именно этот фактор не раз приводил к упадку немало экономических систем, накапливавших значительные финансовые ресурсы (итальянские торговые города-государства, Испания в период конкисты и др.), но не обеспечивших воспроизводство этих ресурсов.

Продолжительное время после падения Рима на территории Европы экономическая активность была весьма низкой, а торговли ценными бумагами практически не существовало. Одной из причин этого были неразвитые правовая система и экономические правоотношения, а долги государства рассматривались как долги физического лица (правителя), лишенные обязательной силы для его наследников. И только значительно позже государство начали воспринимать как субъект прав и обязанностей, независимый от личности правителя, что способствовало и экономическому росту в целом, и развитию оборота ценных бумаг в частности.

В средневековой Европе для поиска наиболее выгодных условий кредитных операций использовались ярмарки, основными из которых с XII в. были ярмарки в городах Шампани (Франция), проводившиеся периодически на протяжении года. Шесть международных ярмарок образовывали непре-

рывный цикл, что можно считать одним из первых прототипов международного рынка ценных бумаг. На ярмарках Шампани возникли первые формы операций с ценными бумагами, но после периода наибольшего расцвета в 1130-1160 гг. эти ярмарки постепенно утратили свое значение.

Рынок ценных бумаг в современном понимании начал формироваться в средневековой Италии в торговых городах-государствах – Венеции, Генуе, Флоренции². Их расцвет начался после крестовых походов, когда активизировались связи с арабскими странами, однако коммерческая активность в итальянских городах была связана в основном с транзитной торговлей, а не с развитием производства. Позже подобную ситуацию можно было видеть в Испании и Португалии, накопивших значительные финансовые ресурсы вследствие вывоза золота и серебра из колоний в Южной Америке. Но эти средства не были вложены в развитие экономики этих стран, что потом и привело их к продолжительному экономическому упадку.

По причине своего выгодного географического положения Италия стала основным посредником в торговле других европейских стран со странами арабскими (в то время экономически лучше развитыми), поэтому именно в Италию были наиболее распространены все финансовые инновации и возникли первые банки (например, известный банк Медичи), способствовавшие диверсификации кредитных рисков.

Итальянские кунцы начали активно использовать векселя, хотя еще до того в арабских странах была распространена практика использования похожих долговых обязательств – хавалы и суфтаджи, а ранее подобные ценные бумаги появились в Китае во времена династии Тан (VII–X в.)³, когда развивались кредитные правоотношения и появились бумажные деньги. Первые финансовые инструменты, напоминающие государственные облигации начали использоваться в Китае в период династии Южная Сун в XIII в. – в то же время, что и в Венеции и других итальянских городах.

В XIII веке в Венеции для долгосрочных инвестиций начали использовать разновидность государственных облигаций (имевших название *prestiti*, или *prestanze*⁴), и возник рынок таких облигаций. Спекулятивные операции с облигациями настолько распространились, что уже в XIV в. появилась по-

² Michie R. *The Global Securities Market. A History* / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. 17; Мошенский С.З. Эволюция векселя / С.З. Мошенский. – К. – Ровно: Планета-друж, 2005. – С. 62-63, 73-92. – <http://users.iptelecom.net.ua/~msz/>.

³ Подробнее о влиянии китайских долговых инструментов на арабские, а арабских – на итальянские, см.: Мошенский С.З. Эволюция векселя / С.З. Мошенский. – К. – Ровно: Планета-друж, 2005. Гл. 1.4, 1.5, 2.1. – <http://users.iptelecom.net.ua/~msz/>.

⁴ Подробнее см.: Pezzolo L. *Bonds and Government Debt in Italian City-States, 1250–1650* / L. Pezzolo // *The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets* / Ed. by W.N. Goetzmann, K.G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 153-154; Smith M. *A History of the global stock market. From Ancient Rome to Silicon Valley* / M. Smith. – Chicago: University of Chicago Press, 2004. – P. 12; Baskin J.B. *A History of Corporate Finance* / J.B. Baskin, P.J. Miranti. – Cambridge: Cambridge University Press, 1997. – P. 48.

требность в государственном регулировании этого рынка (в Венеции были изданы законы 1351, 1390, 1404, 1410 гг., ограничивавшие инсайдерскую торговлю такими ценными бумагами). В XV в. подобные ценные бумаги распространились в Генуе, Флоренции, Сиене и других итальянских городах.

Развитию рынка ценных бумаг способствовало то, что в некоторых итальянских торговых городах – в частности, в Венеции и Генуе, – все чаще использовалась практика предоставления публичных займов. Кредиторам передавались в аренду прибыльные статьи городского бюджета, а сами кредиторы для оптимального использования этих прибылей объединялись в общества.

Так возникал коллективный кредитор, состоявший из многих лиц, объединенных в коммерческих обществах (называвшихся *monti*, *commenda*, *colleganza*), подобных древнеримским обществам публикантов (организованным по принципам «морского займа», хорошо известного античному греко-римскому праву). Эти общества использовали прототипы акций (*soprago* или *согро*), представлявшие собой части собственности в коммерческом обществе. Кроме того, использовались (в частности, в известном в то время банке *Casa di San Giorgio*) ценные бумаги *luoghi*, также подобные современным акциям.

В XIV в. (после голода в 1315 г. и эпидемии чумы в 1348 г.) в экономике Южной Европы начались кризисные явления, причиной которых был сложный комплекс экономических, политических, демографических и других факторов. Общий экономический спад длился до середины XV в., и в это время возросло значение североευропейского экономического региона, меньше пострадавшего от этого кризиса.

Центром коммерческой активности стал город Брюгге во Фландрии, где возник основной в Северной Европе рынок ценных бумаг, привлекавший итальянских купцов, распространивших на этом рынке выработанные в Италии инновационные технологии операций с ценными бумагами. После того, как международные ярмарки постепенно утратили значение (во Франции в это время осталась только Лионская ярмарка), на смену им пришел новый институт – биржи.

Хотя идея биржевой торговли возникла в Италии еще в XII-XIV в., первая биржа была создана в 1409 г. в Брюгге и получила такое название от фамилии семьи коммерсантов *Van der Burse*. Именно в Брюгге XIV-XV в. вместе с вексельной биржей возникли международные рынки капиталов.

С конца XV в. началась эпоха захвата колоний, что приносило огромные прибыли. Для организации финансирования колониальных морских экспедиций нужны были значительные средства, и начали создаваться торговые компании, выпускавшие свои ценные бумаги. Такие компании были достаточно популярны еще в итальянской торговле XIII-XV в. – в XIV в. в итальянских городах существовало в общей сложности несколько сот подобных компаний.

Распространение практики использования ценных бумаг таких компаний привело к тому, что в 1460 г. возникла первая международная биржа цен-

ных бумаг в Антверпене – в то время основном финансовом центре Европы, контролировавшем торговлю в Атлантическом океане. Финансовый рынок Антверпена был известен многочисленными инновациями – на антверпенской бирже сформировалась практика определения курса облигаций и других ценных бумаг, а также возникло понятие «процентная ставка»⁵.

Кроме биржи в Антверпене важное значение в истории рынка ценных бумаг имела Лионская биржа. Еще в 1462 г. в Лионе возникла вексельная биржа, а в начале XVI в. – Лионская биржа ценных бумаг; с 1522 г. на этой бирже начались операции с французскими правительственными ценными бумагами (*rentes*)⁶. Основным достижением бирж в Лионе и Антверпене было появление системы официальных биржевых курсов и развитие практики публичной подписки на займы и облигации.

С XVII в. во всех европейских странах начинают появляться акционерные общества, а эволюция техники бухгалтерского учета привела к более активному использованию акций, что имело решающее значение для дальнейшего развития рынка ценных бумаг. Быстрее всего в это время развитие акционерных обществ происходило в Нидерландах, и основным центром финансовых операций стал Амстердам, где еще в 1530 г. была основана биржа, значение которой возросло благодаря распространению практики спекуляции акциями, а также государственными облигациями. Эта биржа стала в XVII в. основным финансовым центром, чему способствовало создание в 1609 г. Амстердамского банка – *Amsterdamsche Wisselbank*⁷.

Кроме того, на развитие рынка акций большое влияние имела деятельность голландских акционерных компаний – *Ост-Индской* (с 1609 г.) и *Вест-Индской* (с 1621 г.), торговавших в основном пряностями, импортированными из многочисленных колоний. Важной инновацией было то, что акционерные компании представляли собой объединение не физических лиц, а капиталов, и это давало возможность аккумулировать гораздо большие финансовые ресурсы, поступающие от многих акционеров. Хотя первые такие компании возникли в Англии еще в XVI веке (в частности, *Московская компания*, созданная для торговли с Россией), именно в Нидерландах эти компании быстрее всего развивались в XVII в. и давали прибыль до 30% годовых.

Это стало важной предпосылкой для увеличения объема рынка акций, что, в свою очередь, обеспечило активное экономическое развитие европейских стран, в отличие от арабских, поскольку исламское право (до того, в X-XIII вв. создававшее более

⁵ Smith M. A History of the global stock market. From Ancient Rome to Silicon Valley / M. Smith. – Chicago: University of Chicago Press, 2004. – P. 15.

⁶ Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. 23.

⁷ Подробнее об истории создания Амстердамского банка см.: Quinn S. An economic explanation of the early Bank of Amsterdam, debasement, bills of exchange and the emergence of the first central bank / S. Quinn, W. Roberds // The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present / Ed. by J. Attack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 32-70.

благоприятные условия для развития торговли) в новых исторических условиях стало препятствием для создания акционерных обществ и рынков ценных бумаг.

Низкие процентные ставки, обеспечивавшие поступление в Нидерланды иностранных инвестиций, стимулировали возникновение международной системы кредитов. При этом на нидерландском рынке ценных бумаг настолько распространилась практика спекуляции акциями, что в 1688 г. в Амстердаме была опубликованная посвященная этому книга Иосифа де ла Вега «Confusion de Confusions»⁸, где подробно описывался механизм спекуляции ценными бумагами.

Ост-Индская компания активно развивалась на протяжении XVII и большей части XVIII веков, однако в последней четверти XVIII в. это акционерное общество начало испытывать все большие трудности, связанные с конкуренцией с британскими компаниями, что и привело к банкротству Ост-Индской компании.

В целом, значение периода нидерландской торговли с колониями для истории рынка ценных бумаг состояло в том, что акции стали вполне обычным и распространенным инструментом (в 1720 г. на амстердамской бирже котировались акции 34 акционерных обществ)⁹ и возникла практика продажи ценных бумаг в кредит – это и была так называемая «голландская финансовая система», позаимствованная потом в Англии. На амстердамской бирже использовался полный набор доступных в то время инструментов, а механизмы финансовых кризисов были подобны современным¹⁰.

Важной инновацией на амстердамском рынке ценных бумаг стало развитие системы институциональных инвесторов, первыми из которых были больницы и торговые гильдии – коллективные владельцы капиталов, которые они хотели инвестировать с целью получения прибыли, повышения ликвидности и диверсификации рисков.

И хотя первые прототипы институциональных инвесторов возникли еще в Венеции и Генуе¹¹, когда коммерческие (банк Casa di San Giorgio) и неком-

⁸ Vega, de la, J. Confusion of Confusions / J. de la Vega. – N.Y.: Sonsbeek Publishers, 2007. – <http://books.global-investor.com/books/247231/Jossephe-De-la-Vega/Confusion-of-Confusions>.

⁹ Spieser P. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005. – P. 240.

¹⁰ Например, в торговле тюльпанами, распространившейся в Нидерландах и имевшей сезонный характер, большое значение имели предварительные контракты, а цены на поставки тюльпанов зависели от времени заключения такого контракта, что напоминает современные фьючерсы (подробнее о возникновении фьючерсов и опционов в Амстердаме XVI–XVII в. см.: Gelderblom O. Amsterdam as the Cradle of Modern Futures Trading and Options Trading / O. Gelderblom, J. Jonker // The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets / Ed. by W.N. Goetzmann, K.G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 189-206). Наибольший «разогрев» спекулятивного рынка фьючерсов на поставки тюльпанов отмечался в 1636 г., когда цены были максимально завышены, а в феврале 1637 г. произошел резкий спад этого рынка, что привело к многочисленным банкротствам (Galbraith J. A Short History of Financial Euphoria / J. Galbraith. – N. Y.: Whittle – Penguin Books, 1994. – P. 27-28).

¹¹ Heers J. Genes au XV siecle. Activite economique et problemes sociaux / J. Heers. – Paris: S.E.V.P.E.N., 1961. – P. 184-190; Mueller R.C. The Venetian Money, Market, Banks, Panics and the Public Debt. 1200-1500. – Baltimore and London: The Johns Hopkins University Press, 1997. – P. 463-464, 490, 494, 545.

мерческие (больницы в Венеции) институты вкладывали свои капиталы в правительственные облигации, распространение эта практика приобрела именно в Амстердаме вследствие активного развития нидерландского рынка ценных бумаг в XVII в.¹² Так, амстердамский брокер Абрахам ван Кетвич создал инвестиционный фонд¹³, накатывавший капиталы на срок 25 лет с целью дальнейшего инвестирования в экономику недавно созданного государства – США, и предлагавший при этом 4 % дивидендов¹⁴.

Итак, первые прототипы рынка ценных бумаг появились еще в Римской империи, а в итальянских городах-государствах (Венеции, Флоренции, Генуе и др.) в XIII-XIV веках возник рынок ценных бумаг в современном понимании. На этом рынке в обороте находились правительственные облигации, акции и векселя. В XV в. центром экономической активности стала Северная Европа (Антверпен), а в XVII в. основное значение приобрел рынок ценных бумаг в Амстердаме, где были позаимствованы из Италии многочисленные финансовые инновации, в частности, появились первые институциональные инвесторы.

Возникновению и развитию рынков ценных бумаг способствовало оптимальное сочетание экономического либерализма и государственного регулирования рынка ценных бумаг с целью поддержания его стабильности (тенденция такого регулирования возникла еще в Венеции). Такое оптимальное сочетание приводило к распространению инновационных методов финансовых операций как в итальянских городах-государствах, так и в Амстердаме.

1.2. Формирование международного рынка ценных бумаг в XIX – начале XX веков

Современные рынки ценных бумаг не являются закрытыми, они интегрированы в сложную систему международных связей, образуя «ландшафт» глобального рынка ценных бумаг, определяющий распределение функций между его участниками. Такая интегрированность постепенно формировалась на протяжении всей истории этих рынков, однако решающие для возникновения международного рынка ценных бумаг события произошли на рубеже XVIII и XIX вв.

¹² История возникновения институциональных инвесторов как участников рынка ценных бумаг в Амстердаме XVII-XVIII вв. подробно проанализирована в статье: Gelderblom O. With a view to hold: The emergence of institutional investors on the Amsterdam securities market during the seventeenth and eighteenth centuries / O. Gelderblom, J. Jonker // The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present / Ed. by J. Attack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 71-98.

¹³ Происхождение взаимных инвестиционных фондов и деятельность А. ван Кетвича подробно рассмотрена в статье: Rouwenhorst K.G. The Origins of Mutual Funds / K.G. Rouwenhorst // The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets / Ed. by W.N. Goetzmann, K.G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 249-270.

¹⁴ Spieser P. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005. – P. 251.

Четвертая война Нидерландов с Англией (1780-1784 гг.) отрицательно повлияла на всю нидерландскую экономику, окончательно утратившую свое бывшее значение во время французской революции и наполеоновских войн. После ликвидации в 1800 г. Ост-Индской компании, а также уменьшения значения Амстердама как международного финансового центра, ведущее место в торговле ценными бумагами занял Лондон, где были успешно позаимствованы наиболее передовые методы функционирования рынка ценных бумаг Амстердама.

Вследствие религиозных войн в Европе конца XVII века в Англию эмигрировали многие финансисты, в частности, амстердамские банкиры, владевшие значительными капиталами, вложенными в создание новой английской экономики. Под влиянием голландской финансовой системы в Англии произошла настоящая финансовая революция, особенно после того как в 1688 г. на законодательном уровне было признано, что государственный долг не является долгом физического лица – короля. В изданном в этом году законе (Promissory Notes Act) отмечалось, что все долговые обязательства могут передаваться, а ценные бумаги находятся в обращении на рынке.

В 1694 г. по образцу *Amsterdamsche Wisselbank* был создан *Bank of England*, а в 1690-е годы в Англии возник достаточно активный рынок ценных бумаг – прежде всего, государственных облигаций, а также акций и аннуитетов. Этот рынок с самого начала своего существования был международным, что определило дальнейшие тенденции его развития.

Банкротства XVIII в. – крах Ост-Индской компании, британской Компании Южного моря в 1720 г.¹⁵ и др. – принесли значительные убытки (после чего в Англии был принят первый закон о спекуляции акциями – *Bubble Act* 1720 г.), но это не затормозило активное развитие международного рынка ценных бумаг, на котором в начале XIX в. определились три основных центра – биржи в Лондоне, Нью-Йорке и Париже.

Лондонская биржа (*London Stock Exchange*) была основана еще в 1554 г., а после победы Англии в конкурентной борьбе с Голландией за приоритет в морской торговле и, вследствие этого, снижения значения амстердамской биржи, с начала XIX в. лондонская биржа стала основным центром международного рынка ценных бумаг.

В Нью-Йорке торговля ценными бумагами активизировалась с конца

¹⁵ Так называемый *South Sea bubble*, – «пузырь» «Компании Южного моря» (планировавшей торговать с колониями в Южной Америке), когда цена на акции выросла от 128 фунтов в начале года до 1000 фунтов в середине года, после чего компания стала банкротом (Smith M. A History of the global stock market. From Ancient Rome to Silicon Valley / M. Smith. – Chicago: University of Chicago Press, 2004. – P. 24-25; Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. 42; Galbraith J. A Short History of Financial Euphoria / J. Galbraith. – N. Y.: Whittle – Penguin Books, 1994. – P. 44-49).

XVIII в.¹⁶, а в начале XIX в., когда Лондон стал основным финансовым центром, в США возросло значение рынков ценных бумаг и возникли биржи в Нью-Йорке, Балтиморе, Филадельфии и Бостоне¹⁷.

В 1817 г. в Нью-Йорке была создана частная ассоциация – The New York Stock Exchange Board, однако вначале операции на этой бирже были весьма немногочисленными (в марте 1830 г. котиновалась всего 31 ценная бумага) и производились только с надежными государственными ценными бумагами и акциями банков. Активизировалась торговля ценными бумагами на Нью-йоркской бирже после 1830 г., когда началось массовое строительство железных дорог и на рынке появилось большое количество акций железнодорожных компаний. В 1848 г. Нью-йоркская биржа получила современное название – New York Stock Exchange (NYSE), и эта биржа является сегодня одним из важнейших центров мирового рынка ценных бумаг.

На возникновение и дальнейшее развитие рынка ценных бумаг в США (наибольшего сейчас по объему операций) значительно повлиял способ организации финансовой системы. Для американской системы (по сравнению с британской) с самого начала была характерна повышенная децентрализация. Это делало ее более нестабильной, но вместе с тем способствовало накоплению капиталов – еще в 1830 г. количество компаний (226), проводивших в США операции на рынке ценных бумаг, превысило количество таких компаний в Англии (206)¹⁸, где они начали создаваться гораздо раньше. Принципиальным отличием, оказавшим влияние на всю дальнейшую историю и финансового рынка, и рынка ценных бумаг США, было отсутствие центрального

¹⁶ Спекуляция ценными бумагами началась в североамериканских колониях еще до создания США – хорошо известна история краха в 1717 г. Mississippi Company (одной из популярных в то время «колониальных компаний», таких как Company of Senegal, Company of China, Company of Santo Domingo и др.) (Velde F. Was John Law's System a bubble? The Mississippi Bubble revisited / F. Velde // *The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present* / Ed. by J. Attack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 99-120), созданной в Луизиане, в то время французской колонии, Джоном Ллоу (подробнее о Дж. Ллоу см.: Murphy A. John Law. Innovation Theorist and Policymaker / A. Murphy // *The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets* / Ed. by W.N. Goetzmann, K.G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 225-238). Вначале была завышена цена на акции компании вследствие нереалистичных ожиданий больших прибылей, потом цена на акции резко снизилась, вызвав значительные убытки их владельцев.

¹⁷ Michie R. *The Global Securities Market. A History* / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. 72. Возникновение рынка ценных бумаг в США проанализировано в статье: Downing N.W. Transatlantic Paper and the Emergence of the American Capital Market / N.W. Downing // *The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets* / Ed. by W.N. Goetzmann, K.G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 271-298.

¹⁸ Sylla R. Comparing the UK and US financial systems, 1790-1830 / R. Sylla // *The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present* / Ed. by J. Attack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 224-225; Sullivan R. Regulatory changes and the development of the US banking market, 1870-1914: A study of profit rates and risk in national banks / R. Sullivan // *The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present* / Ed. by J. Attack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 262-294.

банка, подобного Bank of England; организованная в 1913 г. Федеральная резервная система (ФРС) также не была центральным банком.

В сущности, в США была создана банковская система практически полностью на основе рыночных конкурентных принципов, чему способствовал Национальный акт о банках (National Banking Act) 1864 г., уменьшавший ограничения, касавшиеся организации частных банков. Вследствие этого с 1899 г. по 1922 г. количество банков в США выросло с 12 000 до 30 000¹⁹. Однако значительное количество из этих банков имели весьма низкую капитализацию, что усиливало общую нестабильность финансовой системы и рынка ценных бумаг США, где периодические кризисы были гораздо более частым явлением, чем в странах Европы, а банкротство компаний воспринималось как вполне обычное событие.

Поэтому на рынке ценных бумаг США еще в XIX веке инвесторов интересовали прежде всего акции, имевшие реальное обеспечение (заводы, железные дороги и т.п.). Это привело к появлению первых методов определения надежности ценных бумаг, и в 1886 г. начал публиковаться индекс Дю-Джонса, в котором вначале было только 12 ценных бумаг (преимущественно акции железных дорог). В дальнейшем развитие методов оценки надежности ценных бумаг привело к созданию рейтинговых агентств.

Во Франции Парижская биржа была основана в 1724 г., однако в XVIII в. объем операций с ценными бумагами на этой бирже был значительно меньше, чем в Амстердаме. В 1830 г. в листинге биржи были акции всего лишь 30 акционерных обществ, но уже в 1881 г. их количество увеличилось до 810. В 1850 г. торговалось 50 наименований иностранных ценных бумаг, в 1870 г. – уже около 100²⁰.

Снижение значения амстердамской биржи в последние десятилетия XVIII в. стало причиной повышения активности на Франкфуртской и Венской биржах (Венская вексельная и фондовая биржа была основана в 1771 г.), а также на Берлинской бирже (основана в 1716 г.). Однако развивались эти биржи медленно – в 1804 г. на Франкфуртской бирже котирувалось всего лишь 26 ценных бумаг, и только для пяти из них был определен курс²¹. Фондовая биржа в Берлине активизировала деятельность в 1830-е годы. Сравнительно медленное развитие австрийских и немецких бирж объясняется тем, что в Австрии и Германии во второй половине XVIII в. почти не было акционерных компаний и мало были распространены операции с акциями, поэтому отсутствовала потребность в биржах ценных бумаг.

В Российской империи Санкт-Петербургская биржа была основана в 1703 г., однако основную роль в торгах долгое время играли иностранные

¹⁹ Ferguson N. The Ascent of Money. A Financial History of the World / N. Ferguson. – N.Y.: The Penguin Press, 2008. – P. 57; 59–61.

²⁰ Spieser P. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005. – P. 340.

²¹ Кулишер И.М. История биржи / И.М. Кулишер // Банковая энциклопедия в 2 т.: Т. 2. Биржа. – К.: Издательство банковской энциклопедии, 1917. – С. 73.

купцы; к тому же, до середины XIX в. эта биржа была сугубо товарной. Торги ценными бумагами начались на ней в 1860-е годы, что в конце 1860-х – в начале 1870-х гг. стало причиной всплеска спекулятивных операций²². В конце XVIII в. были созданы Архангельская и Одесская биржи, а в начале XIX в. – Варшавская, Московская, Киевская, Харьковская и другие биржи. В целом, в начале XX в. в России было уже более 100 бирж.

Кроме создания бирж, важным фактором, оказавшим позитивное влияние на развитие в XIX в. рынка ценных бумаг, были технологические инновации, прежде всего массовое строительство железных дорог, для финансирования которых (так же как для постройки Суэцкого и Панамского каналов) создавались акционерные общества.

Практика использования акционерного финансирования для строительства дорог распространилась в Великобритании еще с конца XVIII в., благодаря чему сформировался сам механизм использования акций. Поэтому, когда в 1830 г. британские акционерные общества начали строить железные дороги и выпустили свои акции, на них был достаточно высокий спрос. А во Франции и Германии, где акционерное финансирование было распространено гораздо меньше, акции первых компаний, строивших железные дороги, заинтересовали в это время лишь узкий круг профессиональных финансистов.

Именно массовое создание акционерных обществ, строивших и эксплуатировавших железные дороги, стало решающим фактором, стимулировавшим возникновение масштабных рынков акций, быстрое развитие рынка ценных бумаг и возрастание объемов операций на нем²³.

На территории Российской империи первые акционерные общества возникли еще в XVIII в., однако их реальное значение было небольшим. Активное развитие этих обществ началось только в середине XIX в. и на него также повлияло строительство железных дорог²⁴.

²² Лизунов П.В. Санкт-Петербургская биржа и российский рынок ценных бумаг (1703-1917 гг.) / П.В. Лизунов. – СПб.: Изд-во «Русско-Балтийский информационный центр «Блиц»», 2004. – С. 174-207.

²³ В истории акционерных обществ XIX в., созданных для строительства железных дорог и каналов, было немало случаев спекуляции и банкротств (в частности, во Франции периодические волны таких банкротств отмечались в 1847, 1857 и 1882 гг.). Механизм банкротств был одинаков – нереалистичные ожидания значительных прибылей, спекулятивный спрос на акции железных дорог и каналов, завышение цены акций, потом ее резкое падение и снижение спроса. Но многочисленные банкротства XIX в. помогли участникам рынка осознать, что в основе стабильного функционирования рынка ценных бумаг, как и всего финансового рынка, должно быть взаимное доверие, могущее опираться только на достоверную и полную информацию об участниках рынка.

²⁴ Подробнее см.: Гиндин И.Ф. Русские коммерческие банки. Из истории финансового капитала в России / И.Ф. Гиндин. – М.: Госфиниздат, 1948; Гиндин И.Ф. Государственный банк и экономическая политика царского правительства (1861-1892 годы) / И.Ф. Гиндин. – М.: Госфиниздат, 1960. – С. 191-198; Каминка А.И. Акционерные компании: Юридическое исследование / А.И. Каминка. В 2 т. Т. 1. – СПб., 1902; Тарасов И.Т. Учение об акционерных компаниях / И.Т. Тарасов. – К.: Университетская типография, 1878 (репринт – М.: Статут, 2000); Экономическая история России (с древнейших времен до 1917 г.): Энциклопедия: В 2 т. Т. 1. – М.: Российская политическая энциклопедия, 2008. – С. 60.

В середине XIX в. благодаря быстрому возрастанию объемов эмиссии акций в странах Европы (в частности, в Германии и Австро-Венгерской империи) рынок ценных бумаг стал важным источником финансирования экономики. В это время с помощью развития средств связи (телеграфа, а с 1880 г. – телефона) международные контакты между рынками ценных бумаг отдельных стран приобрели новое качество и началось формирование общемирового рынка, на котором стали возникать новые инновационные инструменты и методы операций (в частности, первые прототипы еврооблигаций использовал еще Н. Ротшильд в начале XIX в.²⁵).

В конце XIX – в начале XX в. уже полноценно функционировал международный рынок ценных бумаг, и в 1912-13 гг. объем операций с ценными бумагами достиг (в среднем для всех стран) 16,4 % общемирового ВВП (41 % в Великобритании, 26 % во Франции, 19 % в США, 11 % в Германии, 2 % в Российской империи)²⁶.

На территории Российской империи в начале XX в., когда объемы эмиссии ценных бумаг были максимальными, в биржевых торгах преобладали акции коммерческих банков и облигаций частных железных дорог, а российские ценные бумаги участвовали в торгах на Парижской бирже. Однако в целом в то время российский рынок ценных бумаг считался в Европе не источником, а реципиентом инвестиционного капитала.

В начале XX в. быстро росло значение рынка ценных бумаг США – в 1899-1929 гг. ВВП этой страны возрос от 17,4 млрд. долл. до 103,1 млрд. долл., а добавленная стоимость промышленной продукции повысилась с 4,7 млрд. долл. до 30,6 млрд. долл.). Аккумуляция акционерных капиталов американскими корпорациями привела к тому, что они начали активно инвестировать финансовые ресурсы в другие страны, и США стали основным международным инвестором – в 1914 г. объем этих инвестиций достиг 2,65 млрд. долл.²⁷.

Увеличение инвестиционной активности в США привело к тому, что все большее внимание начали привлекать проблемы стабильности рынка ценных бумаг. После биржевой паники в 1907 г. Конгресс в 1913 г. принял решение создать Федеральную резервную систему – Federal Reserve System. В ев-

²⁵ Ferguson N. The First “Eurobonds”. The Rothschild and the Financing of the Holy Alliance / N. Ferguson // The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets / Ed. by W.N. Goetzmann, K.G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 313-326.

²⁶ Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. 120.

²⁷ Spieser P. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005. – P. 355.

ропейских странах также возник излишек финансовых ресурсов, которые можно было инвестировать в экономику других стран²⁸.

Еще больше значение рынка ценных бумаг США возросло после Первой мировой войны, поскольку экономическая система этой страны, в отличие от Европы, не пострадала от войны. О темпах развития рынка ценных бумаг США свидетельствует то, что в 1900 г. ежегодный объем операций с ценными бумагами на Нью-йоркской бирже NYSE составлял 159 млн. долл., а накануне кризиса 1929 г. достиг 1,1 млрд. долл.

Особенностью этого периода было увеличение значения рынков акций – если раньше акции находились в обороте преимущественно среди ограниченного круга предпринимателей, то в 1920-е годы спрос на эти ценные бумаги приобрел массовый характер²⁹, а стоимость акций, находившихся обороте на рынке в США, выросла с 405 млн. долл. в 1910 г. до 9,4 млрд. в 1929 г.

В это время в США возникли крупные акционерные корпорации, чему способствовали такие технологические инновации, как создание автомобильного двигателя и развитие электротехники. Этим корпорациям были необходимы значительные объемы акционерного финансирования, и выпуск ими большого количества акций активизировал рынок американских ценных бумаг в 1920-е годы.

Еще одним фактором активности рынка было быстрое увеличение массового потребления. Больше всего товарный рынок массового потребления в начале XX в. был развит в США, где первые автомобили были достаточно дешевыми, чтобы их могли покупать простые фермеры (в 1926 г. на 1000 жителей в США приходилось 126 автомобилей, в то время как в Великобритании – 15, во Франции – 13, в Германии – 3).

В странах континентальной Европы развитие рынков ценных бумаг кроме недостаточного объема рынка массового потребления сдерживало и то, что эти рынки были преимущественно облигационными, а их участники (в отличие от участников рынка в США и Великобритании) с недоверием относились к рынкам акций как к слишком рискованным.

Подъем на рынках ценных бумаг в начале XX в. стимулировало также усовершенствование системы раскрытия информации о финансовом состоя-

²⁸ Например, в Франции в начале XX в. излишек финансовых ресурсов активно инвестировался в создание банков в России, Марокко, Боливии, Ипдокитае. Однако в целом международные инвестиции во Франции имели в то время меньшее значение, чем в США, что объясняется традициями – во Франции население было больше заинтересовано в накоплении сбережений, чем в их инвестировании. Это подкреплялось созданием в 1882 г. национальной системы сберегательных касс. С 1900 по 1913 г. в этих кассах было открыто 4 млн. новых счетов, 25 % владельцев которых были простые рабочие с небольшими объемами сбережений. Общий объем накопленных кассами за этот период сбережений составлял ориентировочно 10-15 млрд. долл. (Spieser P. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005. – P. 357).

²⁹ Baskin J. B. A History of Corporate Finance / J.B. Baskin, P.J. Miranti. – Cambridge: Cambridge University Press, 1997. – P. 167, 177.

нии участников рынка. Ранее всего (еще в начале XIX в.) система требований к раскрытию информации была создана в Великобритании с целью помочь судам в рассмотрении спорных вопросов, а в 1831 г. возник институт независимых аудиторов; закон о компаниях (Companies Act) 1844 г. обязал пользоваться услугами этих аудиторов.

В это время стало очевидно, что кризисы на рынках ценных бумаг (участившиеся с конца XIX в.) являются неотъемлемым аспектом их развития. В 1889 г. начался кризис, связанный с акциями компаний, добывавших медь; в 1895 г. – компаний, добывавших золото. С 1899 по 1904 гг. длился общемировой финансовый кризис, вследствие чего объем международных инвестиций на рынках ценных бумаг заметно снизился (хотя после 1904 г. он снова быстро повысился).

В октябре 1907 г. начался еще один кризис, связанный с компаниями, добывавшими медь; этот кризис перерос в общий банковский кризис, вызванный чрезмерным количеством необеспеченных рискованных кредитов (в частности, на приобретение ценных бумаг) и созданием многих новых банков, не имевших надежного финансового обеспечения. Последствия этого кризиса были настолько значительны (в частности, ВВП США снизился на 8%), что они ощущались до самого начала Первой мировой войны.

После окончания Первой мировой войны общий ландшафт мирового рынка ценных бумаг заметно изменился – Европа превратилась из кредитора в должника. На Международной конференции в Генуе (1922 г.) было признано, что использование золота как универсального эквивалента утратило свое значение из-за неравномерности распределения золотых запасов между странами, бывшими основными участниками международной торговли.

В новых условиях возросла потребность в активизации международных инвестиций, и основными международными инвесторами стали США и Великобритания, менее всего пострадавшие от Первой мировой войны. С 1920 по 1929 г. эти страны вложили в международные инвестиции примерно одинаковую сумму – по 11,5 млрд. долл.

В 1920-е годы, во время экономического подъема, в США и в основных странах Западной Европы, вырос объем производства и возникли большие индустриальные объединения – картели. Однако одной из характерных особенностей этого периода была значительная диспропорция между быстрым развитием производства и слишком медленным возрастанием потребления (мировое производство увеличилось в 1920-1930 гг. на 42 %, а объем международной торговли товарами потребления – только на 13 %)³⁰. Этим объясняется усиление тенденции к чрезмерному злоупотреблению кредитами с целью активизировать потребление, что привело к кризису 1929 г. и продолжительному периоду экономического спада в 1930-е годы.

³⁰ Spieser P. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005. – P. 362.

Спекулятивный кредитный «бум» начал нарастать еще с 1926 г. – сбережение населения возросло (в США 6% граждан стали владельцами ценных бумаг) и многих привлекала возможность получить прибыли с помощью акций, связанных с новыми для того времени технологиями – автомобильной и авиационной промышленностью, а также электро- радиотехникой³¹.

Прибыльность акций в США постоянно росла – с 1926 по 1929 гг. она увеличилась с 9,5 до 11,4 %³². При этом большинство акций (до 80 %), цена на которые была значительно завышена, покупались в кредит (объем кредитов возрос от 2,5 млрд. долл. в 1926 г. до 6 млрд. в 1929 г.)³³. Этому способствовало то, что после ограничений в предоставлении кредитов в начале 1920-х годов, с 1924 г. ФРС США изменила политику и начала стимулировать распространение практики кредитования с целью активизировать экономическое развитие³⁴.

Кроме того, дестабилизирующее влияние имело то важное обстоятельство, что в США рынок ценных бумаг имел тесные связи с денежным рынком и объем инвестиций американских банков в ценные бумаги достиг в сентябре 1929 г. 6,5 млрд. долл. Для сравнения отметим, что объем операций NYSE с акциями возрос с 0,237 млрд. долл. в 1923 г. до 1,125 млрд. в 1929 г.; объем операций с облигациями оставался в это время приблизительно одинаковым, в диапазоне 2,8-3,4 млрд. долл.³⁵.

Излишек свободных финансовых ресурсов в США стал причиной их экспорта и возрастания международных инвестиционных потоков, направленных прежде всего в Великобританию (так, одна из наибольших в то время британских компаний – дочернее подразделение американской General Electric, – на 40 % принадлежала инвесторам из США). Возрастание международных инвестиций стимулировало появление инновационного в 1920-е годы инструмента – американских депозитарных расписок (American Depositary Receipts, ADRs), использование которых давало возможность обойти ограничения на международные операции с ценными бумагами.

Создание системы инвестиционных трестов, привлекавших сбережения мелких инвесторов на рынок акций прибыльных компаний, повлекло за собой завышение цен на акции, распространение практики покупки акций в кредит и накопление критического количества рискованных и необеспеченных кредитов, что и стало основной причиной дестабилизации и биржевого краха 1929 года.

Первые банкротства начались еще весной 1929 г., но крах рынка произошел в октябре (а кульминацией стал «черный четверг» 24 октября 1929 г.,

³¹ Parrish M. *Anxious Decades: America in Prosperity and Depression, 1920-1941* / M. Parrish. – P. 5-47.

³² Smith M. *A History of the global stock market. From Ancient Rome to Silicon Valley* / M. Smith. – Chicago: University of Chicago Press, 2004. – P. 117.

³³ Spieser P. *Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses* / P. Spieser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005. – P. 363.

³⁴ Отражением эйфории на рынке ценных бумаг стал ажиотажный спрос на недвижимость во Флориде и масштабные спекуляции акциями, связанные с именем Ч. Понци (Charles Ponzi).

³⁵ Michie R. *The Global Securities Market. A History* / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. 183-184.

когда на продажу были выставлены 12 млн. акций, которые уже никто не хотел покупать). Паника продолжалась до середины ноября, а скорость падения рынка в 1929 г. напоминала кризисы 1872 и 1907 гг., однако общие масштабы биржевого краха были значительно большими, так же как и масштабы последовавшего за ним экономического спада – «Великой депрессии», продолжавшейся до начала Второй мировой войны.

Кризисом 1929 г. закончился период экономического либерализма, и начался период усиленного регулирования рынка ценных бумаг (длившийся до 1970-х годов), ставший закономерной реакцией на экономический спад. На рынке США максимальный спад (до 87 % сравнительно с 1929 г.) был в 1932 г., а после реформ президента Ф. Рузвельта началось постепенное возрождение экономики, однако показатели 1929 г. она достигла только в 1954 г. Британский рынок ценных бумаг, меньше пострадавший от кризиса, восстановил свою активность уже в 1935 г., достигнув показателей докризисного 1928 г. и в скором времени превысив их.

Реформы Ф. Рузвельта в государственном управлении рынком ценных бумаг в США включали в себя принятие законов, регулировавших деятельность банков и рынков ценных бумаг – Securities Act³⁶ 1933 г., Banking Act (так называемый Glass-Steagall Act)³⁷ 1933 г., Securities and Exchange Act 1933³⁸. Принятие этих законов стало признанием того факта, что кризис 1929 г. имел наиболее отрицательные последствия именно в США по причине несовершенного государственного регулирования рынка ценных бумаг.

В Великобритании подобные реформы в государственном регулировании рынка ценных бумаг в это время не проводились, поскольку еще в законе о компаниях 1844 г. были четко определены требования к раскрытию информации. Кроме того, в Великобритании (вследствие ее участия в Первой мировой войне) в 1920-е годы не было такого активного экономического подъема и спекулятивного бума на рынке акций, как в США. Поэтому британский рынок ценных бумаг не настолько пострадал от кризиса, как американский. Во Франции и других странах западной Европы, меньше связанных с международными рынками капиталов и ценных бумаг, непосредственное влияние биржевого кризиса 1929 г. было еще меньше.

Но в целом экономический спад в начале 1930-х годов отмечался в большинстве стран мира. С 1929 по 1932 г. общемировое производство снизилось на 35%, а тысячи предприятий в разных странах, созданных во время экономического подъема 1920-х годов, были ликвидированы. После этого в 1930 г. в США и странах Западной Европы было 11 млн. безработных (из них 2 млн. – в одной только Германии).

Сильнее всего экономический спад повлиял на экономику Германии, Италии и Японии, золотые запасы которых были ограничены (в особенности небла-

³⁶ Securities Act Of 1933. – <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>.

³⁷ Glass-Steagall Act – http://en.wikipedia.org/wiki/Glass-Steagall_Act.

³⁸ Securities Exchange Act Of 1934. – <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.

гоприятным было состояние немецкой экономики, поскольку Германия после поражения в Первой мировой войне должна была выплачивать репарации). В этих странах возникли авторитарные политические режимы, ориентированные на полный государственный контроль над экономикой. Политическая наиряженность возросла, что привело к началу Второй мировой войны, окончательно разрушившей систему международных экономических и финансовых связей.

Таким образом, международный рынок ценных бумаг как единое целое стал формироваться в начале XIX в. после поражения Нидерландов в войнах с Англией, когда Амстердам утратил значение ведущего финансового центра. Этим центром стал Лондон, а позаимствованные из Амстердама финансовые инновации получили на британском рынке дальнейшее развитие.

Становлению международного рынка ценных бумаг в XIX в. способствовало оптимальное сочетание разных факторов, в том числе развитие бирж, а также строительство железных дорог и каналов, что требовало привлечения акционерного капитала, в том числе на международных рынках. Кроме этого, важное значение имело развитие средств связи (телеграфа и телефона) и появление новых финансовых инструментов – прототипов еврооблигаций в начале XIX в. и депозитарных расписок в 1920-е годы.

1.3. Формирование финансовой архитектуры глобального рынка ценных бумаг во второй половине XX – в начале XXI веков

Система, которую в последнее время называют финансовой архитектурой глобального рынка ценных бумаг, начала формироваться в середине XX в., а особенности ее развития определили современный ландшафт этого рынка.

В июне 1944 г., когда поражение Германии во Второй мировой войне стало очевидным, на Бреттон-Вудской конференции начала обсуждаться проблема восстановления системы экономических связей после окончания войны. Рассматривалось два проекта – британский Д. Кейнса и американский Г. Уайта. Д. Кейнс предлагал создание мирового центрального банка и особой международной валюты, но эти идеи не имели поддержки среди представителей США. После продолжительных дискуссий на конференции приняли проект, объединявший в себе элементы обоих предложений. Были созданы новые международные организации – Международный валютный фонд (МВФ) и Международный банк реконструкции и развития (МБРР, Мировой банк). Кроме того, в 1947 г. было заключено Генеральное соглашение по тарифам и торговле – ГАТТ (General Agreement Tariffs and Trade – GATT)³⁹. Осную роль

³⁹ ГАТТ – международное соглашение, заключенное в 1947 году с целью восстановления экономики после Второй мировой войны, выполнявшее функции международной организации. Хотя первоначально ГАТТ предполагалось преобразовать в международную организацию, подобную Мировому Банку, соглашение не было ратифицировано, и функции ГАТТ были переданы Всемирной торговой организации (ВТО), основанной на последнем раунде переговоров по ГАТТ в начале 1990-х годов.

в этих организациях играли США, а доллар стал основной международной валютой, что определило особенности развития мирового рынка ценных бумаг во второй половине XX в.

После окончания Второй мировой войны потребность в восстановлении промышленности в странах, принимавших участие в войне, стала основной причиной экономического подъема. В 1950-е годы началось ускоренное развитие рынка ценных бумаг, что снова обострило проблему нестабильности, присущей самой природе этого рынка, что усиливалось такими факторами, как распространение в 1960-е годы еврооблигаций и увеличение объемов рынка деривативов в 1970-е гг. Однако все это не повлияло на общую тенденцию интернационализации рынков ценных бумаг.

С начала 1980-х (а в США и Великобритании – с начала 1970-х) рынок ценных бумаг приобретает во многих странах значение основного источника финансовых ресурсов, а роль банков в финансировании экономики уменьшается. Это объяснялось последовательной политикой либерализации и дерегуляции рынков (в частности, в США в 1980 г. был принят Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act⁴⁰), а также углублением международных экономических связей благодаря развитию средств связи и передачи информации.

Целью политики либерализации и дерегуляции было создание равных условий для всех участников рынка ценных бумаг, а следствием этой политики стала важная тенденция второй половины 1980-х годов – быстрое возрастание потоков инвестиций на формирующиеся и развивающиеся финансовые рынки. Символической стала публикация в 1984 г. книги аналитика Мирового банка Антуана ван Агтмела «Формирующиеся рынки ценных бумаг»⁴¹, привлечшей внимание к возможностям получить повышенные прибыли на этих рынках.

Нужно вспомнить и о такой тенденции, как размывание функциональных границ между различными продуктами рынка ценных бумаг, что привело к появлению гибридных продуктов и повышению общего значения деривативов, рынок которых развивается с тех пор наиболее динамично.

Продолжительное время в США эта тенденция сдерживалась такими нормативными документами как McFadden Act⁴² (1927), ограничивавшим процессы банковской концентрации, и Glass-Steagall Act⁴³ (1933), предусматривавшим четкое размежевание между коммерческими и инвестиционными банками, что тормозило развитие гибридных инструментов.

⁴⁰ Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act. – <http://www.fdic.gov/regulations/laws/rules/8000-2200.html>.

⁴¹ Agtmael A., van. Emerging Securities Markets. – Л.: 1984; Agtmael A., van. The Emerging Markets Century: How a New Breed of World-Class Companies Is Overtaking the World. – N. Y.: Free Press, 2007.

⁴² McFadden Act. – http://en.wikipedia.org/wiki/McFadden_Act.

⁴³ Glass-Steagall Act. – http://en.wikipedia.org/wiki/Glass-Steagall_Act.

После того, как в начале 1980-х годов Лондонская биржа стала основным центром операций с еврооблигациями и новыми гибридными инструментами, ослабление ограничений на международные операции с ценными бумагами привело к так называемому «большому взрыву» в октябре 1986 г. на Лондонской бирже, что сыграло решающую роль в создании современного глобального рынка ценных бумаг.

Если в США в то время основное значение имели радикальные технологические инновации (начало быстрого развития информационных технологий и массовое распространение персональных компьютеров), то главные инновации 1980-х в Лондоне были не технологическими, а связанными с либерализацией государственного регулирования и ослаблением контроля со стороны центрального банка (Bank of England) над операциями Лондонской биржи, объем которых в 1980-е годы возрос в 17 раз (объем операций Токийской биржи возрос в это время в 9 раз, Нью-Йоркской биржи – в 4 раза)⁴⁴.

Революция в информационных технологиях, начавшаяся в это время, привела к быстрому внедрению компьютерной техники на финансовых рынках, а с начала 1990-х – к распространению Интернета в сфере финансовых услуг. Это значительно ускорило создание глобального рынка ценных бумаг. В США NYSE стала первой фондовой биржей, использовавшей информационные технологии на рынке ценных бумаг – в 1976 г. была создана автоматизированная система DOT – Designated Order Turnaround. В 1977 г. подобную систему организовали в Канаде на фондовой бирже TSX (Toronto Stock Exchange).

С конца 1980-х гг. в США на первичном рынке ценных бумаг основными участниками стали NYSE и AMEX (American Stock Exchange)⁴⁵, а также региональные биржи в Бостоне, Чикаго и других городах. Лидером на вторичном рынке стал NASDAQ, один из наиболее престижных рынков ценных бумаг, где обращаются акции таких ведущих высокотехнологических компаний как Microsoft, Intel, Dell, Cisco.

В 1996 г. в Европе была создана подобная система – EASDAQ, поглощенная в 2001 г. NASDAQ, вследствие чего была создана компания NASDAQ Europe. Однако глобальная система организации торгов на рынках ценных бумаг оказалась недостаточно эффективной, и в июне 2003 г. акционеры NASDAQ Europe решили ликвидировать компанию. Создание NASDAQ Japan, ликвидированной в июне 2002 г., также было неудачным.

⁴⁴ Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. 276-277, 289.

⁴⁵ При этом явным было лидерство NYSE – объемы операций AMEX составляли всего 10 % от объема операций NYSE.

Среди основных центров операций с ценными бумагами следует отметить Токийскую биржу, созданную еще в 1878 г., и по объему операций занимающую второе место после NYSE. Лондонская биржа (London Stock Exchange, LSE) находится на третьем месте после Нью-йоркской и Токийской бирж. В Франции после объединения Парижской биржи с биржами Амстердама, Брюсселя и Лиссабона в январе 2002 г. была создана торговая система Euronext NV. В Германии важное значение имеет фондовая биржа в Франкфурте – Deutsche Borse AG.

Так в конце XX в. возник глобальный рынок ценных бумаг, ставший важным источником финансирования экономики. Однако кризисные явления на финансовых рынках становились все более частыми. Эти и банковские кризисы, и структурные кризисы долга развивающихся стран (например, мексиканский кризис 1982 г. и др.), и кризисы на рынках недвижимости (1990-1991 гг., и 2007 г. в США, переросший в глобальный финансовый кризис), и региональные кризисы финансовой либерализации (в Мексике в 1994-1995 гг., в Юго-Восточной Азии в 1997-1998 гг., в России в 1998 г., в Бразилии в 1998 и 2002 гг., в Аргентине в 2001 г.). Среди кризисов на рынках ценных бумаг следует отметить кризисы 1987 и 2000 гг.

Кризис 1987 г. был вызван совокупностью нескольких факторов – повышенной активностью на рынках ценных бумаг, снижением процентных ставок (с 15 % в 1981 г. до 9 % в 1983 г.), уменьшением уровня инфляции (от 10 % в 1981 г. до 3,5 % в 1985 г.), а также упрощением условий получения кредитов, что привело к возрастанию их объемов.

Подобно к тому, как это было в 1929 г., активизировалась биржевая спекуляция за счет возможности получения высоких прибылей от финансовых операций. На рынок начали выходить новые индивидуальные инвесторы – 40 млн. граждан США и 7 млн. Франции стали в середине 1980-х годов прямыми держателями акций⁴⁶, что, с одной стороны, обеспечило приток значительных финансовых ресурсов (сбережение инвесторов, которые можно было преобразовать в инвестиции), а с другой – повысило сложность управления портфелями ценных бумаг мелких инвесторов. Профессиональное управление портфелями мелких инвесторов могли обеспечить институциональные инвесторы (страховые компании, пенсионные и инвестиционные фонды), поэтому их значение стало быстро возрастать. Кроме того, активно развивался рынок деривативов. Все это привело к повышению цен на акции и увеличение разрыва между капитализацией акций и их реальной стоимостью

⁴⁶ Spieser P. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005. – P. 499.

(подобно к тому, как это было в 1929 г.). Такие тенденции отмечались и в США, и в Западной Европе, и в Японии.

К тому же, в 1986 г. вследствие снижения налогов в США, бюджетный дефицит достиг 220 млрд. долл., а курс доллара с сентября 1985 по февраль 1987 гг. снизился на 40 %. по сравнению сравнительно с курсом немецкой марки. Поэтому с января 1987 г. ФРС США начала повышать процентную ставку, что привело к снижению инвестиционной активности. Возросла общая нестабильность рынка ценных бумаг, и в октябре начался кризис⁴⁷. Максимальное падение рынка отмечалось 19 октября 1987 г., когда индекс Доу Джонса снизился за день на 22,6 %⁴⁸.

Поскольку международные рынки ценных бумаг в 1987 г. были намного больше связаны между собою, чем в 1929 г., спад отмечался одновременно во всех центрах мирового рынка – в Лондоне, Париже, Гонконге в этот день курсы снизились на 11 %, в Токио на 2,3 %⁴⁹. Особенностью этого кризиса было то, что наибольшие убытки отмечались на рынке деривативов.

Но центральные банки (прежде всего, европейские) не повторили ошибки 1929 г. – они быстро снизили процентные ставки и использовали стабилизационные фонды для поддержки неликвидных ценных бумаг, вследствие чего кризис 1987 г. продолжался только несколько недель, и после него начался новый период активности на рынках ценных бумаг.

В 1990-е годы система «глобального капитализма», основой которой стал общемировой финансовый рынок, достигла своего наивысшего расцвета, в чем немалым было значение радикальных технологических инноваций в сфере информационных технологий. Сформировалась целая система «stock market capitalism» – капитализма, ориентированного на привлечение финансовых ресурсов через рынок ценных бумаг. В основу такой системы были положены англо-американские традиции свободного развития рынка ценных бумаг (в отличие от европейской системы, в которой основное значение обычно имеет банковское финансирование).

Возросло значение таких участников глобального рынка ценных бумаг как институциональные инвесторы (страховые компании, пенсионные фонды, инвестиционные фонды). Именно эти инвесторы обеспечили в 1990-е годы активное поступление капиталов (аккумулированных сбережений индивиду-

⁴⁷ Подробнее см.: Melamed L. Leo Melamed on the markets / L. Melamed. – N.Y.: Wiley, 1993. – P. 147-188.

⁴⁸ Подробнее см.: Ferguson N. The Ascent of Money. A Financial History of the World / N. Ferguson. – N.Y.: The Penguin Press, 2008. – P. 164-165.

⁴⁹ Galbraith J. A Short History of Financial Euphoria / J. Galbraith. – N. Y.: Whittle – Penguin Books, 1994. – P. 96-97; Spieser P. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005. – P. 500.

альных инвесторов, трансформированных в инвестиционные ресурсы) на рынки ценных бумаг и быстрый рост этих рынков, ставших принципиально важным компонентом финансовой системы в большинстве государств.

Однако нетрудно было прогнозировать, что очередное повышение активности на рынках ценных бумаг увеличивает потенциальную нестабильность этих рынков. В 2000 г. начался широкомасштабный кризис (так называемый «кризис Интернет-компаний»), значительно повлиявший на общее состояние мирового рынка ценных бумаг. Этот кризис стал следствием активной спекуляции акциями компаний так называемой «новой экономики» («new economy» – популярное в те годы понятие), связанной с развитием информационных технологий. Подобно тому, как в 1920-е годы технологические инновации привели к завышению цен на акции новых компаний, с которыми инвесторы связывали слишком оптимистичные прогнозы активного экономического роста, развитие информационных технологий в 1990-е годы стало причиной чрезмерных ожиданий относительно прибыльности акций компаний, связанных с Интернет-коммерцией («e-commerce», «электронная коммерция»), превышавшие реальные возможности этих компаний.

Типичным примером может быть известная компания Yahoo. Созданная в 1994 г. как одна из первых поисковых систем, эта виртуальная компания, почти не имеющая реальных активов, быстро повысила свою биржевую капитализацию до 7 млрд. долл. в 1998 г. (больше, чем у известной компании Kodak); при этом цена на акции выросла с 42,5 долл. до 222 долл., но в 2000 г. резко упала до 25 долл. Хотя компания Yahoo продолжает существовать, по уровню технологических инноваций она существенно уступает компаниям-конкурентам (таким как Google.com), а быстрый рост капитализации и цены на акции, а потом не менее быстрое падение типичны для многих Интернет-компаний. В начале 2000 г. капитализация Cisco Systems превышала 500 млрд. долл., капитализация Microsoft составляла 261 млрд. долл. (для сравнения, капитализация General Motors – 257 млрд. долл.), AOL.com – 63 млрд. долл. (в то время как капитализация известной кинокомпании Disney – 61 млрд. долл.). Завышенная капитализация компаний, связанных с информационными технологиями, отмечалась и в странах Европы.

Кризис «Интернет-компаний» (или «dot.com's»), как их тогда называли), показавший, насколько интегрированным стал единый глобальный рынок ценных бумаг, начался в январе 2000 г. и достиг своего максимума в марте 2000 г. – распространение кризиса ускорила информация о судебном процессе против компании Microsoft, которой угрожала ликвидация. Вследствие этого кризиса не только большое количество компаний в сфере информационных технологий стали банкротами, но и продолжительная тенденция экономиче-

ского подъема 1990-х годов сменилась тенденцией к снижению экономической активности, в чем сыграли свою роль известные корпоративные скандалы 2000-2001 гг. (Enron, WorldCom и др.). Реакцией на эти скандалы стало принятие в США закона Сарбейнса-Оксли и общее усиление государственного регулирования на рынках ценных бумаг.

В сущности, с конца 1990-ых годов, а также в начале XXI в. на глобальном рынке ценных бумаг происходил рост огромной спекулятивной пирамиды, связанной не только с акциями компаний информационных технологий, но и с распространением деривативов, и особенно – ипотечных ценных бумаг⁵⁰.

После первой волны экономического спада в 2000-2001 гг. (вызванного кризисом Интернет-компаний) начались попытки активизировать рынок ценных бумаг с помощью секьюритизации активов. На рынке недвижимости увелился выпуск специализированных ипотечных ценных бумаг MBS (mortgage backed securities), предназначенных для приобретения недвижимости в кредит, после чего возник очередной «бум» и на рынке недвижимости, и на рынке MBS. Темпы роста рынка MBS в начале XXI в. были беспрецедентными – от 0,2 млрд. в 1980 г. до 4000 млрд. в 2007 г.⁵¹, однако когда для инвесторов стало очевидным, что цены на недвижимость, стоимость MBS, а также их рейтинг значительно завышены (а стагнация на рынке недвижимости углубляется и не имеет перспектив), в 2007 г. на рынке MBS произошел обвал, ставший (подобно обвалу на рынке деривативов в 1987 году) толчком для начала в 2008 г. общемирового кредитно-финансового, а потом и экономического кризиса⁵².

Кроме того, в экономически развитых странах все большее значение приобретала тенденция аутсорсинга – иродажи материального производства в страны Юго-Восточной Азии, ирежде всего в Китай. Это способствовало возникновению глобального дисбаланса сбережений и инвестиций. В то время как уровень сбережений в США и других странах с развитыми финансовыми рынками снизился и достиг минимальных величин (при быстром повышении уровня инвестирования и потребления за счет легко доступных кредитов), в странах Юго-Восточной Азии в конце XX – начале XXI веков наблюдался обратный ироцесс:

⁵⁰ Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности / Дж. Сорос. – М.: Инфра-М., 1999; Сорос Дж. Новая парадигма финансовых рынков / Дж. Сорос. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2008. – С. 100-113; Roubini N. Bailouts or Bail-Ins: Responding to Financial Crises in Emerging Markets / N. Roubini, B. Setser. – N.Y.: Peterson Institute, 2004; Roubini N. New International Financial Architecture (Elgar Mini Series) (Vol 1 & v. 2) / N. Roubini, M. Uzan. – N.Y.: Edward Elgar Publishing, 2006.

⁵¹ Ferguson N. The Ascent of Money. A Financial History of the World / N. Ferguson. – N.Y.: The Penguin Press, 2008. – P. 260-267.

⁵² Подробнее см.: Гринспен А. Эпоха потрясений: Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. – 2-е изд. – М.: Алыпина Бизнес Букс, 2009. – С. 479-493.

сбережения быстро росли, а возможности инвестировать эти сбережения были ограниченными. Этот дисбаланс привел к поискам возможностей вложения значительного инвестиционного капитала в других регионах мира⁵³.

В частности, в Китае (по причине национальных традиций, приветствовавших накопление сбережений) в период экономической и политической либерализации был сосредоточен огромный объем сбережений, и эти финансовые ресурсы в начале XXI в. вкладывались преимущественно в экономику США. Так парадоксальным образом Китай стал основным кредитором Америки, при этом бравшиеся кредиты часто использовались в США для покупки больших партий товаров потребления китайского же производства. Все это еще большее усиливало нестабильность как экономики США, так и глобальной экономической системы.

В целом, история рынков ценных бумаг свидетельствует, что эти рынки начали формироваться (по крайней мере, в формах, напоминающие современные) в XIII в. в Венеции и других итальянских торговых городах-государствах, где распространилось обращение государственных облигаций. С XVII века в Нидерландах начал быстро развиваться рынок акций, в XVIII стали приобретать значение институциональные инвесторы (первые страховые компании и пенсионные фонды). С XIX века значение приобрели производные финансовые инструменты, а в начале XXI в. наиболее динамично развивался рынок секьюритизированных активов.

Инновации на рынках ценных бумаг привели к тому, что сегодня эти рынки приобрели решающее значение для финансирования экономического развития, образовав целую виртуальную «Planet Finance» – «планету Финансы», как ее образно называет Н. Фергюсон⁵⁴. Исторический опыт показывает, что наиболее активное развитие рынков ценных бумаг было там, где удачно сочетались либерализация операций с ценными бумагами и государственное регулирование этих операций – в Венеции и других итальянских городах-государствах XIII-XIV в., Нидерландах XVII-XVIII в., Великобритании XIX в., США XX в.

Хотя на протяжении своей истории рынки ценных бумаг всегда были

⁵³ Bernanke B. The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit / B. Bernanke // Remarks at the Sandridge Lecture – Richmond (Virginia): Virginia Association of Economics, 2005. – <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102>; Roubini N. Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006 / N. Roubini, B. Setser // Paper presented at the symposium of the Federal Reserve Bank of San Francisco and the University of California Berkeley, “Revived Bretton Woods System: A New Paradigm for Asian Development?” – San Francisco, [February 4] 2005. – <http://www.docstoc.com/docs/5515921/Will-the-Bretton-Woods-Regime-Unravel-Soon-The-Risk-of>; Ito H. East Asia and Global Imbalance: Saving, Investment and Financial Development / H. Ito, M. Chinn // NBER Working Paper 13364. – <http://papers.nber.org/papers/w13364.pdf>.

⁵⁴ Ferguson N. The Ascent of Money. A Financial History of the World / N. Ferguson. – N.Y.: The Penguin Press, 2008. – P. 342.

важным фактором экономического роста и общего повышения благосостояния (как известно, на протяжении 1990-х уровень жизни населения повысился в большинстве стран мира), этим рынкам по самой их природе свойственна цикличность развития⁵⁵. Поскольку они развиваются по спирали, периоды активности переходят в периоды спада, но потом объемы операций снова неизменно достигают более высокого уровня.

Появление спекулятивных «пирамид» на рынке ценных бумаг периодически повторяется, поэтому анализ их формирования дает возможность выявить общие закономерности возникновения финансовых кризисов. Обычно после периодов снижения экономической активности наступают периоды быстрого развития (так называемый «бум» на рынках ценных бумаг, от англ. «boom») под влиянием комплекса таких факторов, как либеральная монетарная политика, ослабление государственного регулирования и появление технологических или финансовых инноваций, становящихся очередным поводом для спекуляций на рынке акций.

При этом первыми появляются определенные технологические инновации (либо изменения в политическом климате, направленные на либерализацию рынков), с которыми связаны новые перспективы получения прибыли. В XIX в. это было строительство железных дорог, что привело к спекуляции акциями железнодорожных компаний; в начале XX в. – развитие электротехнических и автомобильных компаний, в конце XX в. – компьютерные технологии. И хотя сами технологии могут существенно отличаться, закономерности возникновения «бума» на рынке ценных бумаг и неминуемого после «бума» спада остаются одними и теми же⁵⁶.

Новые возможности всегда становятся причиной эйфории (нереалистичных и завышенных ожиданий) участников рынка, начинающих активно покупать ценные бумаги, что приводит к быстрому росту цены на них и формированию спекулятивной «пирамиды» (англ. bubble). Потом неизбежно наступает стадия разочарования, когда инвесторы понимают, что их ожидания были чрезмерно оптимистичными, а затем падение цен и крах рынка.

Кроме инноваций и увеличения расхождения между реальной стоимостью ценных бумаг и рыночной капитализацией, для возникновения спекулятивной пирамиды необходима еще одна важная предпосылка – легко доступный выгодный кредит, активизирующий ажиотажный спрос на ценные бумаги. Обычно среди таких кредитов увеличивается количество рискованных и необеспеченных, что является верным признаком приближения краха.

⁵⁵ Подробнее см.: Neal L. Lessons from history for the twenty-first century / L. Neal // The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present / Ed. by J. Attack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 450-464.

⁵⁶ Minsky H. Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Depressions / H. Minsky // American Economic Review. – 1964. Vol. 54. – № 3. – P. 324-335; Minsky H. Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster / H. Minsky // Inflation, Recession and Economic Policy / Ed. H. Minsky. – Brighton, 1982. – P. 117-161; Kindleberger C. Manias, Panics and Crashes / C. Kindleberger. – New York: Mac Millan, 2004. – P. 13-16.

В том случае, если возникает сочетание этих предпосылок, нетрудно прогнозировать «бум» на рынке ценных бумаг, в котором будет задействовано большое количество новых неопытных участников, которые обычно вообще не пользуются этим рынком. Спекулятивная пирамида будет все больше расти, пока нереалистичные ожидания инвесторов не исчерпаются и они поймут, что стоимость ценных бумаг значительно завышена, а реальная их прибыльность будет меньше прогнозируемой. После этого крах рынка неминуем.

Вероятно, периодическое чередование «бума» и краха на рынке ценных бумаг можно считать неотъемлемым элементом рыночной экономики и воплощением сформулированного И. Шумпетером еще в статье «Нестабильность капитализма»⁵⁷ принципа «творческого разрушения», неотъемлемого от самой природы рыночной экономики – для обеспечения динамизма развития рынка старые его формы должны постоянно разрушаться, чтобы дать возможность развиваться инновациям. Для уменьшения отрицательного влияния этой цикличности на экономическую систему решающее значение имеет адекватность политики государственного регулирования рынков ценных бумаг.

Однако в целом, несмотря на цикличность развития рынков ценных бумаг и периоды снижения рыночной активности, развитие этих рынков – непрерывный эволюционный процесс, ориентированный на повышение значения рынков ценных бумаг как источника инвестиционных ресурсов для экономического развития.

Таким образом, в результате длительной истории рынков ценных бумаг в начале XXI в. сформировалась глобальная финансовая архитектура этих рынков⁵⁸, и определились основные тенденции их развития.

⁵⁷ Schumpeter J.A. The Instability of Capitalism / J.A. Schumpeter // Economic Journal. 1928. –Vol. 38. – P. 361-386. – [http://www.emeraldinsight.com/Insight/manulDocumentRequest.do?hdAction=ref_document_request&r_contentId=0&r_atitle=The instability of capitalism&r_jtitle=Economic Journal&r_issn=&r_year=1928&r_volume=38&r_issue=&r_startpage=361-386&r_endpage=&r_publisher=&r_authors=Schumpeter,J.A.](http://www.emeraldinsight.com/Insight/manulDocumentRequest.do?hdAction=ref_document_request&r_contentId=0&r_atitle=The+instability+of+capitalism&r_jtitle=Economic+Journal&r_issn=&r_year=1928&r_volume=38&r_issue=&r_startpage=361-386&r_endpage=&r_publisher=&r_authors=Schumpeter,J.A.)

⁵⁸ Roubini N. New International Financial Architecture (Elgar Mini Series) (Vol 1 & v. 2) / N. Roubini, M. Uzan. – N.Y.: Edward Elgar Publishing, 2006. – 1296 p.

Часть 2.

Современные трансформационные процессы на рынках ценных бумаг

2.1. Финансовые рынки и рынки ценных бумаг: понятия и структура

Понятие «финансовый рынок» (англ. «financial market») в современном смысле начало употребляться сравнительно недавно. Одной из первых научных работ, где появилось это понятие, была опубликованная в 1963 г. статья известного экономиста Джеймса Тобина¹. Но в то время финансовый рынок еще не рассматривался как совокупность денежного рынка и рынка капиталов, и это понятие не получило распространение. В известной энциклопедии «The Encyclopedia Americana»² 1973 г. издания понятия «financial market» еще нет, но в 1978 г. в британской энциклопедии «The New Encyclopedia Britannica» оно уже упоминается в общей статье о рынках³. Очевидно, в распространении понятия «финансовый рынок» в современном значении (как совокупности денежного рынка и рынка капиталов) сыграла роль публикация в 1974 г. в США книги Рональда Робинсона «Финансовые рынки: накопление и размещение богатства»⁴.

В европейских странах это понятие распространилось позже под влиянием американского финансового рынка. И хотя во Франции понятие «финансовый рынок» (marché financier) начало периодически употребляться еще в конце 1960-х годов, оно использовалось в значении рынка капитала, чтобы отличать его от денежного рынка (marché monétaire)⁵.

Сравнительно недавно понятие «финансовый рынок» (finanzmarkte) стало употребляться и в Германии. В свое время Йозеф Шумпетер отмечал, что рынок капитала – это то же самое, что на практике называют рынком денег, и другого рынка капитала нет⁶. Очевидно, во времена И. Шумпетера в Германии понятие «рынок капитала» в современном значении еще не использовалось, хотя он и отмечал, что, в принципе, можно было бы (подобно

¹ Tobin J. Financial Intermediaries and the Effectiveness of Monetary Controls / J. Tobin, W. Brainard // The American Economic Review. – 1963. – Vol. LIII, № 2 – P. 383-400.

² The Encyclopedia Americana. International Edition. – Volume 11. – N.Y.: Encyclopedia Americana, 1973. – P. 210-211.

³ The New Encyclopedia Britannica. Markets. – 15th edition. – Vol. 11 – L.: Encyclopedia Britannica, 1978. – P. 513.

⁴ Robinson R. Financial Markets: The Accumulation and Allocation of Wealth / R. Robinson. – N.Y.: McGraw-Hill, 1974. – 512 p.

⁵ L'Encyclopedia Universalis. 25 vols. Volume 10. – P.: Editeur A, 1968. – P. 488-491.

⁶ Шумпетер Й.А. Теория экономического развития. Капитализм, социализм и демократия / Й.А. Шумпетер. – М.: Эксмо, 2007. – С. 223.

А. Шпитгофу⁷) рассматривать этот рынок как рынок долгосрочный, а денежный рынок – как рынок краткосрочный.

Понятия «finanzmarkte» нет в известной немецкой энциклопедии «Der Grosse Brockhaus» 1955 г. издания, хотя там употреблялись понятия «денежный рынок» (geldmarkt)⁸ в значении рынка краткосрочных кредитов и «рынок капиталов» (kapitalmarkt)⁹ в значении рынка долгосрочных кредитов, который противопоставлялся денежному рынку. Не было понятия «finanzmarkte» и в «Meyers Enzyklopädisches Lexikon» 1973 г. издания¹⁰.

В современной немецкой литературе это понятие достаточно распространено, хотя понятия «финансовые рынки» и «рынки капитала» (в широком значении) нередко отождествляются, поскольку считается, что рынок капитала в узком смысле – это организованная биржевая торговля ценными бумагами со сроком больше одного года¹¹. Во Франции понятие «marché financier» сейчас используется преимущественно в узком значении как «рынок капитала»¹².

В Директиве ЕС 2004 г. «О рынках финансовых инструментов» понятие «финансовый рынок» используется в пп. 2, 71, а также в Разделе 1 (Ст. 2, п. 3), но определения понятий «финансовый рынок» или «рынок ценных бумаг» там не дается, а рассматриваются способы регулирования финансового рынка¹³.

В отечественной экономической литературе советского периода длительное время использовалось понятие «рынок ссудного капитала», объединявшее в себе рынок денег и рынок капиталов¹⁴. Но это понятие уже устарело и на практике вытеснено общераспространенным понятием «финансовый рынок».

Понятие «финансовый рынок» можно рассматривать в двух аспектах – как совокупность институтов и как систему экономических отношений.

В первом случае финансовый рынок включает в себя все организации и учреждения, предназначенные для перераспределения капиталов способами, основанными на рыночных принципах спроса и предложения (или способами, близкими к этим принципам). В таком смысле финансовый рынок – система институтов,

⁷ Артур Шпитгоф (Spiethoff Arthur, 1873-1957) – немецкий экономист, в своих статьях рассматривавший проблемы экономических циклов и кризисных явлений в экономике (Блаут М. 100 великих экономистов до Кейнса / М. Блаут. – М.: Омега-М, 2005. – С. 330-331).

⁸ Der Grosse Brockhaus. 12 banden (16 Auflage). Band 4. – Weisbaden: F.A. Brockhaus Verlag, 1954. – S. 460.

⁹ Der Grosse Brockhaus. 12 banden (16 Auflage). Band 6. – Weisbaden: F.A. Brockhaus Verlag, 1955. – S. 230.

¹⁰ Meyers Enzyklopädisches Lexikon. In 25 banden. – Band 8. – Berlin: Bibliographisches Institut, 1973. – 848 s.

¹¹ Perridon L. Finanzwirtschaft der Unternehmung / L. Perridon, M. Steiner. – Munchen: Verlag Vahlen, 2007. – S. 149-150; Spremann K. Kapitalmarkte / K. Spremann, P. Gantenbein. – Stuttgart: Lucius & Lucius, 2005. – S. 33, 38.

¹² Du financement intermédiaire au financement de marché. – http://www.lyc-arsonval-brive-ac-limoges.fr/secosoc/article.php?id_article=14.

¹³ European Directive on Markets in Financial Instruments 2004/39/EC. – MiFiD. – 44 p. – http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/oj/2004/l_145/l_14520040430en00010044.pdf.

¹⁴ Трахтенберг И.А. Денежное обращение и кредит при капитализме / И.А. Трахтенберг. – М.: Изд-во АН СССР, 1962. – С. 501.

из которых он состоит (участники рынка – инвесторы, эмитенты ценных бумаг; посредники – бпржи и внебиржевые организаторы торговли; инфраструктура рынка – депозитарин, регистраторы, расчетно-клиринговые организации и т.п.).

Во втором случае финансовый рынок является системой экономических отношений, направленных на формирование, распределение и перераспределение капитала; финансовыми рынками являются все рынки, на которых, в отличие от товарных рынков, происходит торговля капиталом.

Кроме рыночного способа организации движения капиталов существуют и другие способы – иерархически-авторитарный (решение принимаются директивным путем), бюрократический, на основе родственно-семейных связей. На развитых финансовых рынках отношения между участниками по передаче капитала реализуются на основе именно рыночных (а не иерархических, бюрократических или родственно-семейных) принципов равновесия спроса и предложения, поэтому пространство, в котором реализуются эти отношения, и получило название «финансовый рынок». В странах с формирующимися и развивающимися финансовыми рынками можно видеть смешанный способ организации движения капиталов, что препятствует оптимальному развитию финансового рынка.

Рыночный способ реализации отношений участников финансового рынка означает, что любой из этих участников имеет свободный доступ на рынок, может свободно контактировать с другими участниками, а отношения между участниками являются информационно прозрачными, что дает возможность сравнивать данные об их финансовом состоянии и намерениях.

На финансовых рынках устанавливаются контакты между участниками – непосредственно или через финансовых посредников. А сбережения индивидуальных инвесторов, аккумулированные банковскими и небанковскими финансовыми посредниками, превращаются в инвестиционный капитал, вкладываемый в финансовые активы.

Обычно в составе финансового рынка выделяют денежный рынок и рынок капиталов в зависимости от сроков активов – такую классификацию используют Мировой банк и Международный валютный фонд¹⁵. В директивах ЕС нет упоминаний о том, что финансовые рынки являются совокупностью денежного рынка и рынка капиталов, хотя в Директиве 2004/39/EC (MiFi) (Ст. 19) употребляется понятие «денежный рынок» и перечисляются виды рынков: financial markets (финансовые рынки), single market (единый рынок), regulated markets (регулируемые рынки), securities markets (рынки ценных бумаг), money markets (денежные рынки), equity markets (рынки акций), cash markets (рынки наличности), derivatives markets (рынки деривативов)¹⁶.

¹⁵ IMF. Financial Sector Assessment. A Handbook. – Washington D.C., 2005 Chapter 2: Indicators of Financial Structure, Development, and Soundness – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fsa/eng/pdf/ch02.pdf>. – P. 18, Table 2.1.

¹⁶ European Directive on Markets in Financial Instruments 2004/39/EC – MiFiD. – 44 p. – http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/oj/2004/l_145/l_14520040430en00010044.pdf.

Иногда рынок денег рассматривается как рынок краткосрочных кредитов, а рынок капиталов – долгосрочных кредитов. На денежном рынке находятся в обращении краткосрочные финансовые инструменты для обеспечения текущих потребностей в финансовых ресурсах. При этом рынок денег (в широком значении) состоит из рынка ценных бумаг денежного рынка, межбанковского денежного рынка, включающего авуары в центральном банке, клиринга между крупными предприятиями.

На рынке ценных бумаг (как части денежного рынка) находятся в обращении государственные долговые ценные бумаги (казначейские обязательства, казначейские векселя и т.п.), а также частные долговые ценные бумаги (векселя, депозитные сертификаты). На денежном рынке в обращении находятся преимущественно процентные ценные бумаги, выпущенные либо государством (казначейские векселя), либо надежными частными эмитентами (векселя и коммерческие бумаги крупных корпораций). В вышеупомянутой Директиве ЕС 2004 г. (Ст. 19) отмечается, что инструменты денежного рынка – это инструменты (кроме платежных средств), обычно находящиеся в обращении на этом рынке: краткосрочные государственные долговые обязательства, депозитные сертификаты и коммерческие бумаги.

В целом же для современных денежных рынков характерна глобальная интеграция, а ликвидность активов этого рынка зависит от того, насколько просто и быстро их можно конвертировать в наличную валюту.

На рынке капиталов находятся в обращении долгосрочные финансовые инструменты, а торги ими ироисходят иреимущественно на биржах или же организованы способами, подобными биржевой торговле. Такая организация рынка обеспечивает накопление информации о его участниках, их спросе и предложениях, нахождение оптимальных предложений, а также проведение операций¹⁷.

Согласно расширенному подходу, наиболее распространенному на практике, фондовый рынок – синоним понятия «рынок ценных бумаг» в целом. Аргументы в пользу этого подхода состоят в том, что если раньше понятие «фондовый рынок» относилось преимущественно к долгосрочным ценным бумагам, то сегодня грань между долгосрочными и краткосрочными ценными бумагами все больше стирается.

В отношении классификации финансовых рынков, то по уровню развития их часто разделяют на две основных группы – развитые (developed) и развивающиеся (emerging) рынки. Такая классификация возникла в 1980-е годы, и автором понятия «emerging markets» был Антуан ван Агтмел¹⁸.

¹⁷ В отношении соотношения понятий «фондовый рынок» и «рынок ценных бумаг», существуют два основных подхода. В соответствии с узким подходом фондовый рынок – это рынок классических долгосрочных биржевых ценных бумаг: акций и облигаций. При таком подходе фондовый рынок включает в себя не только долгосрочные и среднесрочные ценные бумаги (инструменты фондового рынка), но и краткосрочные ценные бумаги (инструменты денежного рынка).

¹⁸ Emerging Markets Heading for Banner Year in 2006. – World Bank, 2006/236/IFC. – <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/BANCOMUNDIAL/NEWSSPANISH/0,,contentMDK:20787581~menuPK:64615830~pagePK:166745~piPK:459740~theSitePK:1074568,00.html>.

Часто выделяют три группы рынков – формирующиеся, развивающиеся и развитые. К группе развитых рынков относятся рынки основных экономически развитых стран. К группе развивающихся рынков – рынки стран, имеющих вполне сформированные, но недостаточно развитые рынки. К группе формирующихся рынков относятся рынки стран, в которых финансовые рынки еще не полностью сформировались¹⁹. Глобальный институт Мак-Кинси (McKinsey Global Institute) использует несколько иную классификацию – формирующиеся и развивающиеся рынки, развитые рынки, зрелые рынки²⁰.

Однако нет единого мнения относительно того, рынки каких именно стран относить к группе развивающихся рынков, а каких – к группе формирующихся рынков. Это связано с тем, что группы стран как с развивающимися, так и с формирующимися рынками неоднородны по размерам, а также по уровню прозрачности и регулирования.

На практике используются две основные классификации развивающихся (emerging) и формирующихся, или «рубежных» (frontier) рынков: созданная в 2006 г. классификация британского индексного агентства FTSE (FTSE index company)²¹ и созданная в апреле 2009 г. классификация MSCI Barra (Morgan Stanley Capital International Barra)²².

По классификации FTSE к подгруппе передовых развивающихся рынков относятся Бразилия, Венгрия, Мексика, Польша, ЮАР, Тайвань; к подгруппе второстепенных развивающихся рынков – Аргентина, Египет, Индия, Индонезия, Китай, Колумбия, Малайзия, Марокко, Пакистан, Перу, Россия, Таиланд, Турция, Филиппины, Чехия, Чили. К группе стран с формирующимися рынками относятся Казахстан, Литва, Эстония, Украина и ряд других государств²³.

По классификации MSCI Barra к развивающимся рынкам относятся Бразилия, Венгрия, Египет, Индия, Индонезия, Израиль, Китай, Колумбия, Малайзия, Марокко, Мексика, Перу, Польша, Россия, Таиланд, Тайвань, Турция, Филиппины, Чехия, Чили, ЮАР, Южная Корея. К группе формирующихся рынков относятся Казахстан, Литва, Украина, Эстония и другие страны с высоким риском²⁴.

¹⁹ The Long View: How adventurous are emerging markets? // Financial Times. – 2006, October 20. – www.ft.com/cms/s/be77e600-605f-11db-a716-0000779e2340.html.

²⁰ McKinsey Global Institute. Mapping Global Capital Markets. Fourth. Annual Report. January 2008. – http://www.mckinsey.com/mgi/publications/Mapping_Global/index.asp. – P. 22.

²¹ FTSE index company. – <http://www.ftse.com>.

²² Morgan Stanley Capital International (MSCI). MSCI Index. – <http://www.msibarra.com/products/indices/>.

²³ Wikipedia. Emerging markets. – http://en.wikipedia.org/wiki/emerging_markets; IMF. Global Financial Stability Report. 2007. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2007/02/pdf/text.pdf>.

²⁴ Wikipedia. Frontier markets. – http://en.wikipedia.org/wiki/frontier_markets; Morgan Stanley Capital International (MSCI). MSCI Index Definitions, June 2009. – <http://www.msibarra.com/products/indices/equity/fm.html>.

2.2. Возрастание значения *финансового капитала*

В 1990-е годы в общемировой и во многих национальных экономических системах происходило формирование постиндустриальной экономики, а постиндустриальное общество из теоретической концепции, предложенной в начале 1970-х гг. Дэниелом Беллом²⁵, стало реальностью. Этому способствовало сочетание ряда социально-экономических факторов, основными из которых являются общее развитие технологий и автоматизации производства, а также повышение уровня жизни населения экономически развитых стран.

В наибольшей мере постиндустриальная экономика сформировалась в странах с развитыми финансовыми рынками, что связано прежде всего с концентрацией капиталов. Но в начале XXI в. признаки формирования постиндустриального сектора экономики проявились во многих странах мира и практически во всех странах Европы, хотя и в разной степени, что определяется не только уровнем экономического развития, но и восприимчивостью национальных экономических систем к инновациям.

Новые тенденции на финансовых рынках, проявившиеся в конце XX – начале XXI вв. в связи с актуальностью процессов глобализации, нередко объясняются только лишь этими процессами, что не совсем верно, так как сущность основных инноваций на этих рынках связана не столько с глобализацией так таковой, сколько именно со становлением постиндустриальной экономики. Глобализация синхронна, но не тождественна этому процессу, а является иным аспектом социально-экономических трансформаций в современном мире²⁶.

Основной особенностью постиндустриальной экономики является опережающий рост сервисного (так называемого третичного) сектора экономики по сравнению с аграрным (первичным) и промышленным (вторичным). Несмотря на то, что сам по себе сервисный сектор экономики возник так же дав-

²⁵ Белл Д. Грядущее постиндустриальное общество. Опыт социального прогнозирования / Д. Белл. – М.: Academia, 2004. – 788 с. Из отечественных исследователей проблем становления постиндустриального общества следует назвать В.Л. Иноземцева, автора многих работ (см. например: Иноземцев В.Л. Постиндустриализм по обе стороны Атлантики: сходство и различия / В.Л. Иноземцев // Социально-экономические модели в современном мире и путь России: В 2-х кн. Кн. 2: Социально-экономические модели (из мирового опыта). / Междунар. ассоциация акад. наук, РАН; Под ред. К.И. Микульского. – М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2005. – С. 3-50; Иноземцев В.Л. Персональный сайт. – www.inozemtsev.net; Центр исследования постиндустриального общества. – www.postindustrial.net).

²⁶ Возникновение постиндустриального общества и процессы глобализации – два разных явления, совпадающих по времени и тесно связанных между собой. Однако если причиной возникновения постиндустриального общества стало прежде всего развитие технологий и снижение экономической эффективности массового производства на больших предприятиях, постепенно ставших негибкими в адаптации к запросам рынка, то причины глобализации были иными. Во-первых – развитие средств коммуникации и формирование всемирной медиа-культуры; во-вторых – расширение сферы деятельности транснациональных компаний, производящих и продающих свою продукцию в разных регионах мира; в-третьих – окончание противостояния двух сверхдержав после распада СССР.

но, как экономика в целом (торговля и кредитно-финансовые услуги, относящиеся к этому сектору, появились в глубокой древности), именно в постиндустриальную эпоху он приобрел приоритетное значение.

Говоря о сервисном секторе экономики, часто приводят пример быстрого развития информационных технологий и услуг (в 1990-е годы происходило стремительное распространение компьютерной техники, мобильной связи и глобальной информационной сети – Интернета). Но сервисная экономика связана не только с информационными технологиями, и сфера финансовых услуг развивается сейчас не менее динамично, чем информационные услуги.

В большинстве ведущих стран мира доля сферы услуг и наукоемких технологий составляет сегодня более 50% ВВП, и эти отрасли обеспечивают наиболее динамичный рост объемов производства, занятости и инвестиций. Показатель доли сферы услуг в занятости и в ВВП постоянно повышался (рис. 2.1, Приложение, табл. 2.1, 2.2).

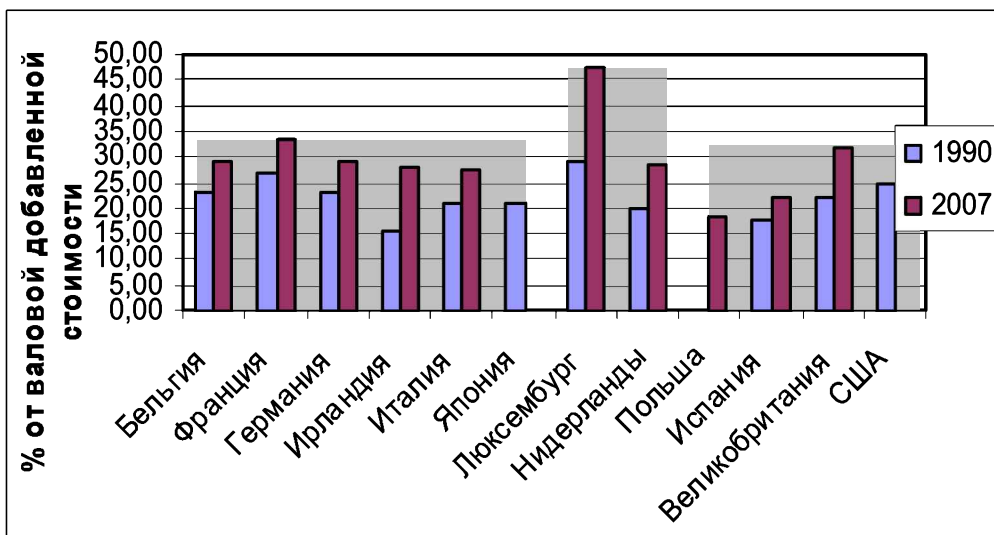


Рис. 2.1. Добавленная стоимость в сфере финансовых услуг (% от валовой добавленной стоимости)²⁷

В последние десятилетия XX века вследствие развития технологий происходило все большее высвобождение не только капиталов, но и человеческих ресурсов из индустриального сектора экономики, с чем связано повышение значения сферы услуг разного типа, в том числе услуг финансовых посредников. Тенденция возрастания значения сектора финансовых услуг за счет сокращения секторов сельского хозяйства и промышленности отмечается во всех странах.

²⁷ Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Country statistical profiles 2009. – <http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=CSP2009>.

Финансовые рынки привлекают к себе значительную часть лучших умов, поскольку скорость, размах и изощренность финансовых операций многократно возросли вследствие быстрого развития компьютерных и коммуникационных технологий.

Уровень получаемых доходов в финансовом секторе значительно выше, чем в среднем во всех остальных секторах экономики, а в самом финансовом секторе наиболее высокие доходы приходятся на институты рынка ценных бумаг. По этой причине в США и во многих других странах еще со второй половины 1980-х происходило перемещение все больших ресурсов, в том числе талантливых специалистов, в финансовую сферу, далекую от производства товаров и услуг, но где может быть получено гораздо большее вознаграждение за свой труд.

Дж. Тобин по этому поводу отмечает, что чрезмерное значение финансового сектора иногда может быть непродуктивным, в особенности для развивающихся рынков. А для посткоммунистических экономик нужны предприниматели, которые производили бы реальные товары и услуги, совершенствуя рынки, где они могли бы их продавать²⁸.

Если вспомнить известную идею о том, что в основе всех кризисов рыночной экономики – перепроизводство (в XIX – начале XX веков это было перепроизводство товаров), то можно отметить, что для конца XX – начала XXI вв. характерной особенностью стало перепроизводство финансового капитала, что не только привело к быстрому развитию финансовых рынков и сферы финансовых услуг, но и стало причиной участвовавших финансовых кризисов.

По мере возрастания значения сервисного сектора экономики, стал расти и объем капиталов, вкладываемых в этот сектор. Доля сферы услуг в ВВП (и рабочей силы, занятой в сфере услуг) в странах ОЭСР постоянно повышалась – в середине 1980-х годов она составляла 55-65 %, а к концу 1990-х увеличилась до 60-70 %. Это является признаком того, что многие страны перешли к постиндустриальной стадии социально-экономического развития.

Хотя иногда высказывается мнение, что развитие финансового рынка имеет вторичный, подчиненный характер по отношению к общему развитию экономики, в действительности ситуация на рынке ценных бумаг непосредственно влияет на реальный сектор экономики, давая возможность привлечения инвестиционного капитала. Внедрение информационных технологий и инноваций в финансовой сфере, международная интеграция финансовых систем, либерализация финансовых рынков – все это ведет к возрастанию значения сферы финансовых услуг. А с помощью информационных технологий не только значительно увеличились возможности доступа к информации участников финансовых рынков, но и произошли существенные изменения в структуре этих рынков.

²⁸ Тобин Дж. Вызовы и возможности / Дж. Тобин. – <http://bunich.ru/privatization/content.php?id=1&gid=5>.

Финансовый рынок сам по себе является информационной средой, поэтому информационные технологии оказали на него наиболее радикальное влияние, проявившееся прежде всего в упрощении доступа пользователей к финансовым услугам и к информации. А повышение информационной прозрачности и возможность самостоятельного поиска информации изменили психологию инвесторов. Вследствие этого сегодня в экономически развитых странах большая часть инвестиций представляет собой финансовые инвестиции в ценные бумаги.

Поскольку наметилась закономерная тенденция перетекания капитала из сектора материального производства в сектор услуг и обработки информации, информация стала более важным ресурсом, чем материальные средства производства. А преобладающим видом капитала стал виртуальный финансовый капитал, который может быть назван так по причине своей оторванности от материального производства и сосредоточенности преимущественно в сфере финансовых услуг.

Особенностью виртуального капитала является его мобильность, легкость перемещения по сравнению с капиталом в форме основных средств или в форме наличной валюты. За счет этого финансовые рынки в конце XX века стали наиболее значительным элементом мировой экономики, а финансовые услуги – самой прибыльной и динамичной сферой рынка.

Однако говорить о полной оторванности капитала от материального производства было бы не вполне верно – эта оторванность условная, поскольку в постиндустриальной экономике сектор услуг и обработки информации становится неотъемлемой частью материального производства. Поэтому сосредоточенность капитала в сфере информационных и финансовых услуг становится необходимым условием развития материального производства.

2.3. Возникновение сетевой структуры финансовых рынков

В середине XX века в условиях массового производства предприятия и организации были построены по линейному принципу, предполагающему прямую подчиненность низших уровней высшему – иерархическую структуру организации рынков, механистическую по своей природе. На основании такой структуры сформировалась соответствующая система директивного менеджмента, обычно называемая «тейлоризмом» или «фордизмом».

В 1970-е годы возможности этой экономической модели, иногда называемой кейнсианской и бывшей вполне эффективной в середине XX века, исчерпались, что было вызвано комплексом факторов, главными из которых была активизация процессов экономической глобализации и усиление постиндустриальных тенденций. В результате проведенной в 1980-е годы общей реструктуризации возникла экономика нового типа, называемая сегодня «глобальным капитализмом».

Новая экономическая модель организационно существенно отличается от кейнсианской – по своей сути это постиндустриальная экономика, а в ее основе находится глобальная сеть финансовых потоков. Благодаря информационным технологиям и применению Интернета такая экономическая система действует как единое целое в режиме реального времени в общемировом масштабе. И хотя отдельные предприятия и организации остаются локальными, международные торговые связи и финансовый рынок приобрели глобальный масштаб.

Вследствие этого все большее значение стали приобретать сетевые структуры организации и рынков, и отдельных компаний. Речь идет именно об изменении структуры организации, а не о продаже товаров или услуг через Интернет (называемой иногда «сетевым бизнесом») и не о многоуровневом «сетевом» маркетинге.

Распространение предприятий с сетевым принципом организации связано с кризисом крупных корпораций и переходом от массового производства к гибкому демассифицированному производству, которому свойственны иные принципы менеджмента, возникшие первоначально в японских компаниях и получившие название «тойотизм». Сетевая структура организаций и отдельного предприятия, и рынков обладает гибкостью, необходимой для адаптации к меняющимся условиям и внедрения необходимых инноваций²⁹.

В целом структура организации (как совокупность связей между ее элементами) может быть отнесена к одному из четырех типов. Во-первых, это вырожденная структура, где связи между ее участниками вообще отсутствуют. Во-вторых, широко распространенная линейно-иерархическая структура, при которой каждый из ее участников подчинен только одному участнику более высокого уровня иерархии (непосредственному руководителю). В-третьих, матричная структура, которой свойственно как подчинение участника одновременно нескольким участникам, могущим находиться на различных уровнях иерархии (двойное подчинение и распределенный контроль), так и связи одного уровня.

Эти три типа структуры отражают статические свойства организации, а для описания динамики изменений во времени более всего применима сетевая структура, в которой потенциально возможны связи между всеми ее участниками. Некоторые из этих связей актуализируются для выполнения определенной задачи, а для выполнения новой задачи возникают другие связи. Поэтому в сетевых структурах в качестве временных образований могут возникать как

²⁹ Типичным примером компании, успешно работающей в сфере информационных технологий и построенной по сетевому принципу, является известная Cisco Systems, рыночная капитализация которой достигла в марте 2002 года (время наибольшего расцвета компании) беспрецедентного уровня в 555 млрд. дол., что было связано именно с удачным внедрением сетевого принципа организации. Кроме Cisco Systems среди крупных компаний, использовавших этот принцип можно назвать Microsoft, Nokia, Hewlett-Packard, IBM, Sun Microsystems, Oracle и другие (Castells M. The Internet galaxy: reflections on the Internet, business, and society / M. Castells. – Oxford: Oxford University Press, 2001. – P. 68-69.).

линейные иерархические связи (прямое подчинение), так и матричные (двойное подчинение и распределенный контроль).

Поскольку сегодня основной тенденцией в развитии крупных компаний является возрастающая децентрализация управления, этот процесс связан с переходом от линейно-функциональных к матричным структурам управления, а от них – к сетевым структурам организации, приобретающим все большее значение как наиболее эффективный способ выживания компании на рынке.

Именно сетевая структура организации объединяет в себе конкуренцию и сотрудничество благодаря неформальной координации работы, обмену идеями между фирмами-партнерами, созданию общих организационных систем и процессов. Система ценностей в организации с такой структурой основана на взаимном доверии и сотрудничестве, партнерских отношениях и частичном отказе от личной выгоды во имя общего дела – развития сети.

В отличие от линейной иерархической, сетевая структура представляет собой совокупность взаимосвязанных узлов, могущих быть равнозначными (сетевые структуры, не имеющие центра, например, в рабочей группе равноправных финансовых аналитиков) или неравнозначными (сетевые структуры, имеющие центр, например, обширная сеть филиалов крупного банка в разных странах мира).

Сетевую структуру организаций и экономических связей между ними можно образно назвать органической в отличие от механистической линейной модели, потому что сетевые структуры, фрактальные по своей сущности, широко распространены в живой природе³⁰. Им свойственна способность к самоорганизации, а поведение этих структур гораздо труднее прогнозировать, чем поведение механических структур, подчиняющихся законам линейной логики. Это не означает, что поведение органических фрактальных сетевых структур в живой природе является иррациональным и хаотическим, но для его прогнозирования и моделирования необходимо применение принципов нелинейной логики.

С исследованием сетевых структур в живой природе (в частности, нейронных сетей в контексте кибернетики³¹) и началось изучение этого явления в 1970-е годы, распространившись потом на социальные и экономические явления, в том числе на прогнозирование состояния финансовых рынков³².

³⁰ Х. Инаока и соавторы сравнивают структуру экономических связей банка и его финансовых потоков с фрактальной структурой бассейна реки с многочисленными притоками (Inaoka H. Fractal Network derived from banking transaction / H. Inaoka et al // Bank of Japan working paper series. – 2004. – April. – №04-E-04. – <http://www.boj.or.jp/en/type/ronbun/ron/wps/data/wp04e04.pdf>. – P. 23).

³¹ Эти исследования получили продолжение в теории квантовых нейронных сетей, близкой к холистическим идеям конца XX века. Подробнее см. Perus M. A Natural Quantum Neural-Like Network / M. Perus et al. // NeuroQuantology. – 2005. – V. 3. – P. 151-163. – www.neuroquantology.com/2005/03/151.163.pdf.

³² Обзор ранних работ по сетевой экономике см.: Economides N. Network economics with appliance to finance / N. Economides // Financial markets, institutions and instruments. – 1993. – Vol. 2. – № 5. – P. 89-97. – www.stern.nyu.edu/networks/fmii93.pdf. – P. 94-97.

В последнее время новым этапом в развитии методов анализа рынка ценных бумаг стало использование теории хаоса³³ и элементов математического аппарата фрактальной геометрии, разработанной Бенуа Мандельбротом³⁴ и распространенной в теоретических моделях сетевых структур. Эти идеи восходят к новаторскому исследованию Луи Башелье³⁵, проанализировавшего в конце XIX в. финансовый рынок Франции и предложившего теорию случайного колебания цен акций (random walk theory), которое он сравнивал с хаотическим броуновским движением молекул. Работа Л. Башелье в то время не привлекла к себе внимания и была переиздана лишь в 1960-е годы, но его идеи продолжил М. Кендалл³⁶, обосновавший целесообразность применения вероятностных математических моделей для количественного анализа финансовых рынков. Сегодня сторонники такого подхода предлагают анализировать финансовый рынок на основе математического аппарата теории хаоса, методов нелинейной логики и теории нейронных сетей³⁷.

Хотя динамику финансовых рынков иногда трудно прогнозировать, она не является иррациональной и хаотической. Определяющим для финансовых рынков (как и для других сложных систем) является принцип самоорганизации, синергии, поэтому формирующиеся на современных финансовых рынках фрактальные сетевые структуры можно сравнивать с самоорганизующимися сложными системами живых организмов.

Идея о возрастании значения в экономике сетевых структур приобрела известность благодаря работам Мануэля Кастельса, автора концепции сетевого общества (network society). В сущности, речь идет о постиндустриальном обществе, однако следует отметить, что эта концепция по своей широте выходит за рамки теории постиндустриального общества, создававшейся в 1970-е годы, когда постиндустриальная экономика только начинала формироваться. Согласно М. Кастельсу можно выделить пять принципов сетевой структуры организации: масштабируемость (сеть легко расширяется и сокращается в зависимости от ситуации или избранной бизнес-стратегии); интерактивность (оперативная связь в реальном времени с поставщиками и потребителями продукции); гибкость управления (сохранение контроля над бизнес-проектом

³³ Cunningham L. From Random Walks to Chaotic Crashes: The Linear Genealogy of the Efficient Market Hypothesis / L. Cunningham // Wash. L. Rev. – 1994. – № 1133. – <http://www.e-m-h.org/Cunn00.pdf>.

³⁴ Mandelbrot B. The Variation of Certain Speculative Prices / Mandelbrot B. // Random Character of Stock Prices [Ed. Cootner P.]. – [Cambridge: MIT Press], 1964. – P. 307-331; Mandelbrot B. The Misbehavior of Markets: A Fractal View of Financial Turbulence / B. Mandelbrot, R. Hudson. – N.Y.: Basic Books, 2006. – 352 p.

³⁵ Bachelier L. Theorie de le speculation / L. Bachelier // Annales de l'Ecole Normale Supérieure. – 1900. – V. 17. – P. 21-86.

³⁶ Kendall M. G. The analysis of economic time series. Part 1. Prices / M. G. Kendall // Journal of the Royal Statistical Society. – 1953. – V. 96. – P. 11-25.

³⁷ Петерс Э. Хаос и порядок на рынках капитала. Новый аналитический взгляд на циклы, цены и изменчивость рынка: Пер. с англ. – М.: Мир, 2000. – 333 с.

вне зависимости от размеров сети); брендинг (управление символической ценностью бренда компании); ориентация на потребителя³⁸.

Если проанализировать возникновение сетевых структур в экономической деятельности современных компаний, то оказывается, что часто эти структуры не столько создавались преднамеренно, сколько возникли спонтанно в процессе адаптации к условиям рынка. Такой основанной на высоких технологиях сетевой структурой, возникшей и развивающейся спонтанно (что не мешает широко использовать эту структуру в бизнесе), является Интернет. Поэтому основное отличие сетевых структур от линейно-иерархических связано с тем, что (как отмечает Ф. Капра, один их теоретиков системного подхода, применивший его к социально-экономическим явлениям) сетевые структуры являются самовозникшими (self-emergent), точнее говоря – возникшими спонтанно в отличие от намеренно созданных механистических структур³⁹.

Тенденция к образованию сетевых структур проявилась на финансовых рынках в 1990-е годы. Это было связано с несколькими факторами – социально-экономическими, политическими и технологическими.

Повышение уровня благосостояния граждан экономически развитых стран привело к выходу на финансовые рынки большого количества индивидуальных инвесторов, стремящихся выгодно вложить свои сбережения с помощью страховых компаний, пенсионных и инвестиционных фондов. Эта демократизация финансовых рынков сопровождалась их либерализацией, т.е. снятием многих законодательных ограничений.

Важное значение в изменении структуры финансовых рынков имели процессы глобализации, особенно усилившиеся в 1990-е годы по причине изменения политической ситуации в мире, следствием чего стало возникновение общемировой сети финансовых потоков.

Развитие информационных технологий, приведшее к созданию Интернета, обеспечило технологическую возможность для функционирования этой глобальной сети финансовых потоков и установления интерактивного взаимодействия между участниками финансового рынка. Вероятно, последний фактор можно считать решающим в том, что сетевые структуры на финансовом рынке начали преобладать⁴⁰.

Тенденция преобладания в финансовом секторе сетевых структур над линейно-иерархическими проявилась и в странах постсоветского пространст-

³⁸ Castells M. The Internet galaxy: reflections on the Internet, business, and society / M. Castells. – Oxford: Oxford University Press, 2001. – P. 76-77.

³⁹ Подробнее о «сетях глобального капитализма» см: Capra F. The Hidden Connections: A Science for Sustainable Living / F. Capra. – N.Y. Anchor, 2004. – 320 p.; Капра Ф. Скрытые связи / Ф. Капра. – М.: ИД «София», 2004. – С. 155-186.

⁴⁰ Х. Инаока показывает это с помощью подробного статистического анализа на примере центрального банка Японии (Inaoka H. Fractal Network derived from banking transaction / H. Inaoka et al // Bank of Japan working paper series. – 2004. – April. – №04-E-04. – <http://www.boj.or.jp/en/type/ronbun/ron/wps/data/wp04e04.pdf>).

ва. Хотя усложнение (точнее говоря, постепенная эволюция и появление новых форм организации) финансовых систем является общей тенденцией конца XX – начала XXI века, а возникновение сетевых структур можно рассматривать как альтернативный вариант экономической деятельности, этот процесс имел свои особенности в постсоветском регионе, где этот переход осуществлялся не постепенно, а в течение короткого времени после распада СССР.

Поскольку по времени общемировая тенденция к образованию сетевых структур совпала с процессом формирования в постсоветском регионе либеральных демократических ценностей, это часто приводило не к повышению адаптивности предприятий, а к неверному пониманию функций контроля. С одной стороны, переход от линейных иерархических структур к сетевым создавал новые возможности для развития рынка. С другой стороны, многие контролирующие функции экономической системы были ослаблены, и переход к сетевым структурам организации рынков воспринимался как еще большее уменьшение контроля, хотя в действительности сетевые структуры рынков предполагает контроль на новом, более сложном организационном уровне.

Возрастание значения сетевых структур совпало по времени с распространением на финансовых рынках информационных технологий, и благодаря осуществлению операций через Интернет значительно возросла скорость перемещения капитала к объектам инвестирования, за счет чего увеличилась прибыльности финансовых операций. В этих условиях основное преимущество сетевых структур состоит в возможности образования временных связей различного типа для выполнения отдельных задач.

На финансовых рынках сетевой принцип организации проявляется в возрастании значения небольших подразделений крупных компаний, что необходимо для гибкой и быстрой адаптации к изменяющимся условиям рынка, а также для того, чтобы приблизить поставщиков услуг к их потребителям. Быстрый рост сети дочерних компаний и локальных подразделений финансовых учреждений стал возможен благодаря развитию информационных технологий, обеспечивших быстрый обмен информацией и координацию работы таких подразделений, рассредоточенных территориально, за счет чего поставщики финансовых услуг максимально приближены к их потребителям, а сами услуги приобретают более персонализированный характер. Однако возрастание значения сетевых структур не сводится только лишь к созданию системы филиалов и дочерних компаний – эти структуры являются принципиально новым типом организации рынков.

При использовании сетевого принципа организации в системе финансовых услуг мелкие индивидуальные инвесторы напрямую взаимодействуют с большим количеством финансовых посредников, имея возможность выбрать из них наиболее подходящего как по спектру предлагаемых финансовых услуг, так и по региональной близости посредника к потенциальному инвестору.

Так, благодаря внедрению информационных технологий произошла демократизация рынка финансовых услуг, а финансовые инвестиции в ценные

бумаги стали наиболее привлекательным видом инвестирования. Кроме того, следует отметить либерализацию этого рынка, а также возрастание значения институциональных инвесторов, распространение производных финансовых инструментов (деривативов), процессы секьюритизации (привлечение финансовых ресурсов с помощью ценных бумаг предприятий, что приводит к замещению банковского кредита выпуском ценных бумаг) и дезинтермедиации (устранения посредников при получении компаниями финансовых ресурсов непосредственно у инвесторов, что также способствует упрощению доступа на финансовый рынок его частных) и, в конечном счете, приводит к постепенной замене линейной иерархической структуры экономических связей сетевой структурой.

Основное преимущество сетевых структур связано с тем, что они, в отличие от механистических линейных структур, будучи органическими по своей природе и обладая повышенной адаптивностью, дают возможность большей степени свободы, спонтанности в организации деятельности и в принятии решений, что приводит к повышению гибкости и приспособляемости компаний к меняющимся условиям рынка.

Распространение сетевых структур в условиях глобализации на финансовом рынке, давая новый уровень свободы доступа к информации и непредсказуемости в принятии управленческих решений, создает и новые проблемы. Кроме гибкости и адаптивности сетевым структурам свойственен повышенный уровень неопределенности и нестабильности, поскольку такие сетевые связи создаются не столько на основе информационных технологий, сколько благодаря постоянно меняющемуся взаимодействию участников финансового рынка.

Определение подходов к проблеме стабильности и прогнозируемости сетевых структур на глобальных рынках ценных бумаг связано с пониманием самой тенденции формирования таких структур – как общего ослабления контрольных функций экономической системы или же как возникновение контроля нового, более сложного типа. Следствием первого подхода является стремление ограничить доступ к информации, в том числе к информации об инновациях – хорошо известны примеры таких попыток, приводящих лишь к экономическому и технологическому отставанию.

Поэтому оптимальный путь повышения стабильности сетевых структур связан не с теми или иными ограничениями, а с выработкой новых методов регулирования с учетом современных трансформаций на финансовых рынках.

2.4. Финансовая глобализация и проблемы неустойчивости глобальной архитектуры мирового финансового рынка

В 1980-е годы начал формироваться качественно новый уровень глобальной системы финансовых рынков и возникла мировая финансовая сеть, связавшая основные финансовые центры (Нью-Йорк, Лондон, Токио, Цюрих, Франкфурт, Амстердам, Париж, Гонконг и др.).

Создание такой сети иногда называют «финансовой революцией»⁴¹, поскольку вследствие этого было обеспечено постоянное присутствие на мировом финансовом рынке основных международных финансовых институтов, и это значительно ускорило глобальную финансовую интеграцию и развитие инноваций.

Технологической основой возникновения такой сети глобальных финансовых связей стало быстрое развитие информационных технологий и создание Интернета, что обеспечило возможность проведения международных финансовых операций в режиме реального времени.

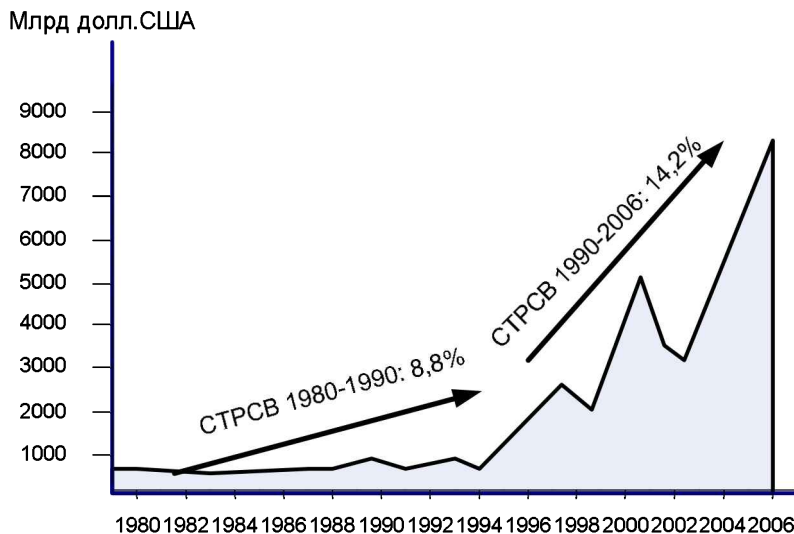
Вследствие этого финансовая глобализация стала качественно новым этапом интернационализации мировой финансовой системы на основе использования информационных технологий, что радикально ускорило движение финансовых потоков. Поэтому основным признаком финансовой глобализации можно считать свободное движение финансового капитала, прежде всего – прямых инвестиций.

Следствием финансовой глобализации, формирования постиндустриальной экономики и возрастания значения сетевых структур на финансовых рынках стало возникновение сложной системы глобального финансового рынка, в которой объединены национальные и международные рынки. Начал функционировать общемировой механизм, обеспечивающий сбалансированность спроса и предложения на кредитный капитал. Возрастание объема международного инвестиционного капитала показано на рис. 2.2.

В 1990 г. иностранные инвесторы (в общемировом масштабе) владели менее 10 % акций; в 2006 г. – более 25 %. Иностранная собственность на государственные облигации возросла с 11 % в 1990 г. до 31 % в 2006 г.; корпоративные облигации – с 7 % до 21 %.

Инфраструктура иностранных инвестиций также значительно расширилась. США остаются наибольшим иностранным инвестором и центром глобальных рынков капитала. Быстрыми темпами возрастают связи зоны евро с другими странами (в частности, с формирующимися и развивающимися рынками).

⁴¹ Энг М.В. Мировые финансы / М.В. Энг, Ф.А. Лис, Л.Дж. Мауер. – М.: ДеКА, 1998. – С. 11.



СТРПСВ – Среднегодовой темп роста в сложных процентах.

Рис. 2.2. Возрастание международных потоков капитала⁴²

Доля иностранных владельцев акций выросла во всех частях мира. Этот показатель наибольший в зоне евро, где 40% акционерного капитала (3,5 трлн. долл.) находится в собственности иностранных инвесторов; 2,7 трлн. – в собственности инвесторов из зоны евро. Доля иностранных инвесторов в секторе корпоративных и государственных облигаций также выросла в большинстве регионов, кроме Японии, стран Азии и Латинской Америки, где иностранные инвесторы являются владельцами небольшой части этого рынка (хотя она все равно значительно больше, чем в 1990 г.), что связано с увеличением в этих регионах значения местных инвесторов на рынке облигаций⁴³. Глобальная сеть иностранных инвестиций показана на рис. 2.3.

Глобализация рынка ценных бумаг сопровождается международной диверсификацией операций участников рынка по странам, возникновением широкой сети филиалов, представительств и дочерних организаций в других странах, что нередко усложняет определение их национальной принадлежности. Поэтому реальными элементами архитектуры глобального финансового рынка являются сегодня уже не отдельные страны или части мира, а транснациональные сети⁴⁴.

⁴² McKinsey Global Institute. Mapping Global Capital Markets. Fourth. Annual Report. January 2008. – http://www.mckinsey.com/mgi/publications/Mapping_Global/index.asp. – P. 43.

⁴³ McKinsey Global Institute. Mapping Global Capital Markets. Fourth. Annual Report. January 2008. – http://www.mckinsey.com/mgi/publications/Mapping_Global/index.asp. – P. 73.

⁴⁴ Castells M. Information Technology and Global Capitalism // Global capitalism / M. Castells, [Ed. W. Hutton, A. Giddens]. – N.Y.: The New Press, 2000. – P. 60.

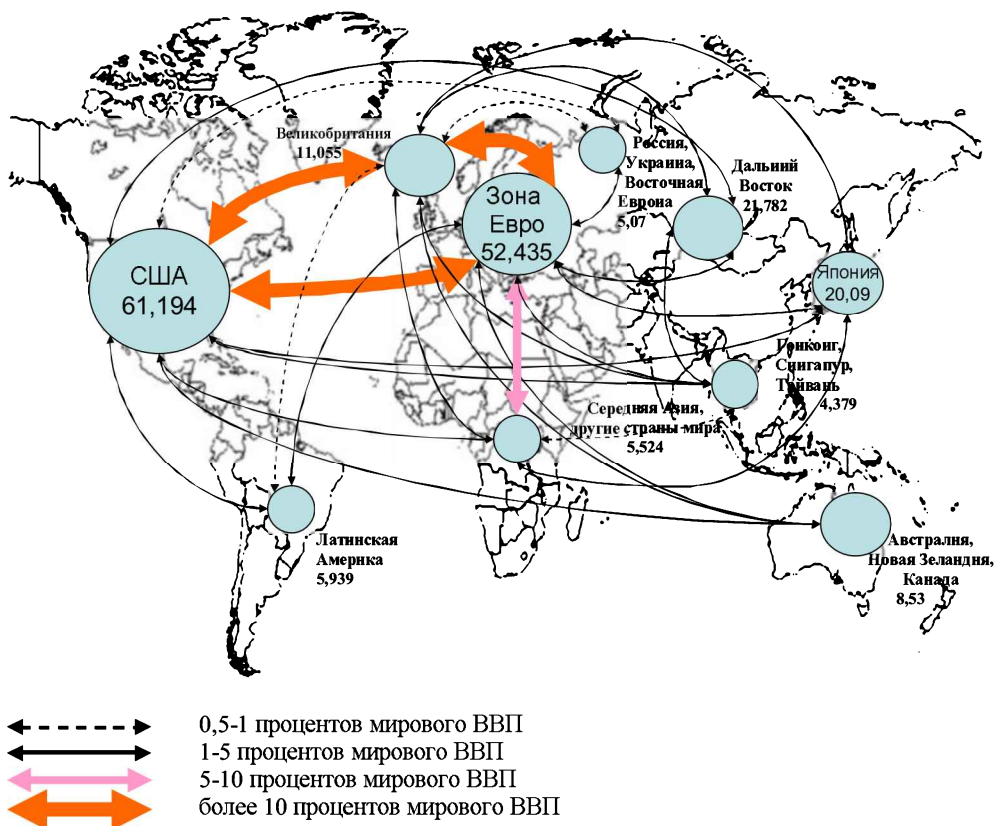


Рис. 2.3. Глобальная сеть иностранных инвестиций в 2007 г.⁴⁵

(ширина линии показывает объем иностранных инвестиций между регионами; цифры в кругах показывают размер общих финансовых активов (в млрд. долл. США)).

Вследствие глобализационных процессов сформировался явный социально-экономический разрыв между небольшой группой постиндустриальных стран («глобальными лидерами») и другими странами мира («глобальными аутсайдерами»).

Системная асимметрия на глобальном финансовом рынке и рынке инвестиций имеет два аспекта: территориальный (на страны с развитыми финансовыми рынками приходится 75 % объема операций) и функциональный. Статистические данные подтверждают фактическую концентрацию капиталов в странах с развитыми финансовыми рынками: на 20 % населения мира, живущего в этих странах, приходится 86 % мирового ВВП, а на беднейшие 20 % только 1 % ВВП. И если доходы 2,6 млрд. жителей беднейших стран уменьшатся на 20 %, мировой ВВП на душу населения уменьшится менее чем на 1 %⁴⁶.

⁴⁵ McKinsey Global Institute. Mapping Global Capital Markets. Fifth Annual Report. October 2008 – www.mckinsey.com/gi/reports/pdfs/fifth_annual_report/fifth_annual_report.pdf. – Р. 24.

⁴⁶ Доклад о развитии человека. 2007/2008. – Пер. с англ. – М.: Весь мир, 2007. – С. 64. – <http://hdr.undp.org/en/reports/global/hdr2007-2008/chapters/russian/>.

Функциональный аспект системной асимметрии проявляется в том, что формирующиеся и развивающиеся финансовые рынки имеют более высокие темпы роста, чем развитые рынки, но при этом формирующиеся и развивающиеся рынки имеют низкую капитализацию и не могут обеспечивать реального влияния на финансовый рынок по причине концентрации капиталов на развитых финансовых рынках.

Поэтому одним из основных дисбалансов, возникших вследствие глобализации, стало увеличение неравенства в современном мире, хотя причина этого неравенства состоит не в уменьшении доходов основной массы населения мира, а в значительном возрастании доходов элиты глобальной экономики.

В конце XX – в начале XXI вв. рынки ценных бумаг стали важным источником финансирования экономики, однако финансовые кризисы становились все более частым явлением. А институциональные трансформации на глобальных рынках ценных бумаг (процессы либерализации, демократизации, секьюритизации, дезинтермедиации), приведшие к повышению значения институциональных инвесторов, увеличили вероятность возникновения финансовых кризисов и усилили их влияние на другие страны.

Финансовые кризисы (и национальные, и международные) всегда были неотъемлемой частью рыночной экономики, но кризисы 1990-х годов и глобальный финансовый кризис, начавшийся в 2008 г., по своему качеству и масштабам значительно превосходили предшествующие, а попытки международных финансовых организаций стабилизировать ситуацию не имели реальных результатов.

Эти кризисы привели к пониманию, что трансформационные процессы на мировых рынках ценных бумаг создают не только многочисленные выгоды (ускорение экономического роста, повышение уровня жизни, распространение технологических и организационных инноваций), но и, вследствие общей непредсказуемости развития глобального финансового рынка, увеличивают риски, связанные с тем, что за счет участия в глобальной финансовой системе возрастает влияние общемировых кризисных явлений на национальную финансовую систему.

В исследованиях, посвященных проблеме финансовых кризисов, аналитики МВФ высказывают мысль, что основные причины этих кризисов связаны с внутренними проблемами отдельных стран (в частности, с коррумпированностью, несовершенством экономической политики, а также нарушениями финансовой дисциплины на уровне отдельных участников финансового рынка и целых стран)⁴⁷.

Действительно, формирующиеся и развивающиеся финансовые рынки имеют ряд системных недостатков, общих для всех стран, в которых происходили финансовые кризисы. Экономические системы в таких странах больше

⁴⁷ IMF survey. Is financial globalization harmful for developing countries? // IMF survey. – 2003. – Vol. 23. – №10. – P. 153–155.

подвержены влиянию общемировых кризисных тенденций из-за этих недостатков, среди которых можно назвать общую слабость финансовой системы, невысокую информационную прозрачность (в частности, дефицит своевременной и достоверной информации) и распространение коррупции⁴⁸.

Однако основное значение при возникновении кризисов имеют не эти, безусловно важные факторы, и было бы неверно объяснять финансовые кризисы только лишь цикличностью развития рыночной экономики, паникой среди инвесторов или несовершенством финансовой политики государства (хотя в 1998 г. и в 2008 г. последние обстоятельства имели достаточно большое значение).

Основной особенностью кризисных явлений конца XX – начала XXI в. является то, что в условиях возрастания связей национальных финансовых систем с глобальным финансовым рынком кризисы, возникающие в отдельных странах, имеют тенденцию быстро распространяться на другие страны (это можно видеть на примере глобального финансового кризиса, начавшегося в середине 2007 г. на рынке ценных бумаг США).

Поэтому, как отмечает Энтони Гидденс, кризисы конца XX в. подтверждают, что их причины скрыты не только в локальных проблемах отдельных национальных государств или регионов, а что сама система глобального капитализма является недостаточно эффективной⁴⁹.

Поскольку развитие глобального финансового рынка часто приводит к ослаблению связей с реальным сектором экономики и уменьшению контроля за деятельностью финансовых рынков со стороны правительств отдельных стран и международных организаций, это увеличивает вероятность экономической дестабилизации для всех стран мира.

С одной стороны, на современных финансовых рынках свобода перемещения финансовых потоков принципиально возросла, создав явные выгоды для инвесторов. С другой стороны, именно эта свобода перемещения капиталов и ее последствия (спекулятивные операции, ненадежные кредиты, политика искусственного поддержания высоких процентных ставок и т.п.) стала основным фактором нестабильности мирового финансового рынка, способствуя возникновению на нем глобальных кризисных явлений и распространению их на экономические системы стран с формирующимися и развивающимися финансовыми рынками.

Обычно к «цепной реакции» дестабилизации приводит комплекс факторов: неэффективная государственная политика, недостаточный контроль за финансовой и банковской системами, политические кризисы, экспорт капитала, ухудшение общей конъюнктуры на мировых рынках и т. п.

⁴⁸ Volker P. The Sea of Global Finance / P. Volker // Global capitalism / [Ed. W. Hutton, A. Giddens]. – N.Y.: The New Press, 2000. – P. 76.

⁴⁹ Giddens A. In Conversation / A. Giddens, W. Hutton // Global capitalism / [Ed. W. Hutton, A. Giddens]. – N.Y.: The New Press, 2000. – P. 41.

Особенно важным фактором дестабилизации являются неконтролируемые трансграничные потоки краткосрочных финансовых ресурсов. На современных финансовых рынках до 65 % всех иностранных банковских кредитов краткосрочные (год или меньше), а 55 % направлены на формирующиеся и развивающиеся финансовые рынки⁵⁰.

Во время возникновения кризисов важное значение имеют изменения такого показателя, как отношение к ВВП объема привлеченных с помощью инвестиций средств. Если краткосрочные и высоколиквидные иностранные финансовые ресурсы преобладают в денежной массе национальной экономики, то любые непредвиденные перемещения такого капитала (весьма вероятные в кризисных ситуациях) могут стать причиной серьезной дестабилизации.

Риск дестабилизации усиливается не только благодаря тому, что финансовые ресурсы иностранных инвесторов приобретают чрезмерное значение в национальной экономике, но и вследствие того, что эти средства могут быть быстро изъяты инвесторами, что приводит к уменьшению стабильности финансовой системы.

Как правило, в мировой практике широкое использование трансграничных финансовых операций начиналось только на завершающих этапах либерализации финансовой системы, когда национальные государства достигали стабильного уровня экономического развития. Даже в США, стране с хорошо развитым финансовым рынком, еще в 1980-е годы эти операции ограничивались, а в Западной Европе либерализация трансграничных операций началась только в 1990-е годы. В некоторых государствах Восточной Европы такая либерализация произошла слишком быстро, вследствие чего национальные финансовые и банковские системы этих стран утратили самостоятельность и перешли под фактический контроль иностранных участников.

Поскольку экономическая и финансовая глобализация приводит к уменьшению возможности национальных государств влиять на состояние собственных финансовых рынков, размываются основные экономические функции национального государства, что приводит к обострению противостояния национальных экономических институтов и глобальной экономической среды с ее основными участниками – транснациональными корпорациями (ТНК) и международными экономическими организациями.

Возрастание значения ТНК в функционировании национальных экономик создает больше всего угроз для экономической стабильности национальных государств, поскольку для ТНК приоритетными являются их собственные коммерческие интересы, не тождественные стратегическим направлениям развития национальной экономики.

Прежде всего это касается инвестиционной политики ТНК, вкладывающих средства преимущественно в высокорентабельные и быстро окупающиеся секторы экономики, что нередко не соответствует таким приоритетным

⁵⁰ McKinsey Global Institute. Mapping Global Capital Markets. Fourth. Annual Report. January 2008. – http://www.mckinsey.com/mgi/publications/Mapping_Global/index.asp. – P. 56-57.

экономическим задачам национального государства, как, например, развитие наукоемких высокотехнологических областей производства, продукция которых может быть конкурентоспособной на мировых рынках.

Иногда высказывается мнение, что процессы глобализации являются результатом целенаправленных действий международных организаций, ТНК, правительств определенных стран или групп стран с целью расширения своего влияния и для перераспределения ресурсов в свою пользу. Подобные мысли высказывает Уильям Хаттон, отмечая, что глобальный финансовый рынок имеет собственную идеологию, связанную с финансовыми интересами США, со значением доллара как основной международной валюты и с верой в возможность абсолютно свободных рыночных отношений⁵¹.

По этому поводу Э. Гидденс в дискуссии с У. Хаттоном отмечает, что, хотя экономическая система США действительно доминирует в мире, а большинство крупных корпораций американские, было бы неверно считать, что глобальный финансовый рынок служит только интересам США. В действительности глобальный финансовый рынок управляется США не в большей мере, чем любой другой страной или международной организацией.

И хотя в эпоху «холодной войны» правительство США действительно активно пропагандировало во всем мире американский образ жизни с целью борьбы с коммунизмом, а экономическая власть этой страны поддерживалась военно-политическими союзами, это осталось в прошлом. И рассматривать глобализацию как американизацию остального мира было бы в принципе неверно, поскольку в действительности нет страны или группы стран, направляющих процессы глобализации.

Хотя можно говорить о значении США и других экономически развитых государств Запада в том аспекте глобализации, который можно было бы назвать «глобализацией сверху», есть еще один, не менее важный аспект глобализационных процессов – «глобализация снизу», проявляющаяся в создании на протяжении последних десятилетий большого количества неправительственных организаций, работающих на международном уровне⁵².

Поэтому абсолютизация субъективных оценок финансовой глобализации как спланированной в интересах определенных государств препятствует выявлению ее объективных предпосылок и, вследствие этого – формированию адекватной экономической политики национальных государств.

В действительности глобальный финансовый рынок является сложной системой, пребывающей в процессе постоянных изменений и трансформаций, направленной на уравнивание спроса и предложения в общемировом масштабе. Однако под влиянием финансовой глобализации изменяется сам механизм рыночных процессов – спрос и предложение все меньше определяют

⁵¹ Giddens A. In Conversation / A. Giddens, W. Hutton // Global capitalism / [Ed. W. Hutton, A. Giddens]. – N.Y.: The New Press, 2000. – P. 40-42.

⁵² Giddens A. In Conversation / A. Giddens, W. Hutton // Global capitalism / [Ed. W. Hutton, A. Giddens]. – N.Y.: The New Press, 2000. – P. 46-47.

ются факторами национальной экономической системы, подвергаясь все большему влиянию глобального рынка.

Критерии конкурентной эффективности также все больше определяются факторами, внешними по отношению к национальной экономике. Это способствует усилению фрагментированности национальных экономических систем, оказывающихся в сфере влияния новых экономических зон, конфигурацию которых определяет экономическая политика ТНК.

В целом, процессы трансформаций на мировых финансовых рынках обусловлены тремя основными факторами: финансовой глобализацией, формированием постиндустриальной экономики и распространением сетевых структур в организации рынков.

Эти факторы тесно связаны как между собой, так и с тенденциями либерализации рынков и операций на них, демократизации рынков (на которые вышло много новых участников – мелких инвесторов), секьюритизации (возрастанием значения ценных бумаг по сравнению с другими видами финансирования) и дезинтермедиации (уменьшением значения финансовых посредников, прежде всего банков, в привлечении инвестиций). Все это привело к активизации инвестиционных процессов и возрастанию значения на рынках ценных бумаг институциональных инвесторов (страховых компаний, пенсионных фондов, инвестиционных фондов).

Трансформационные процессы на рынках ценных бумаг создают, с одной стороны, многочисленные экономические преимущества (стимулирование свободного движения капиталов, общее возрастание уровня свободы для предпринимательства, ускорение экономического роста, увеличение объема инвестиций и т.п.), а с другой – повышают вероятность экономической дестабилизации из-за усиления неравенства между странами, общего возрастания сложности финансовых рынков, а также возможности быстрого распространения кризисных явлений из одних стран в другие. Это повышает зависимость национальных экономических систем от общемирового финансового рынка.

Однако можно согласиться с мнением Джорджа Сороса, что глобализация (так же как, добавим, современные трансформации на рынках ценных бумаг) не только создает дополнительное богатство, но и дополнительную свободу, в чем и состоит основной положительный аспект глобализации, более важный, чем угроза дестабилизации. Именно процессы глобализации могут привести к созданию мирового открытого общества, обеспечивающего намного больший уровень свободы, чем это способно сделать любое отдельное национальное государство⁵³.

⁵³ Сорос Дж. О глобализации // Дж. Сорос. – М.: Эксмо, 2004. – С. 19, 22.

2.5. Показатели развития современных рынков ценных бумаг

В последние десятилетия система финансового рынка постепенно эволюционировала от традиционного преобладания банковского кредитования (характерного для структуры финансирования в индустриальную эпоху) к новым тенденциям, делающим акцент на «изменяемые рынки капитала как источник финансирования и уменьшения риска»⁵⁴ (рис. 2.4).

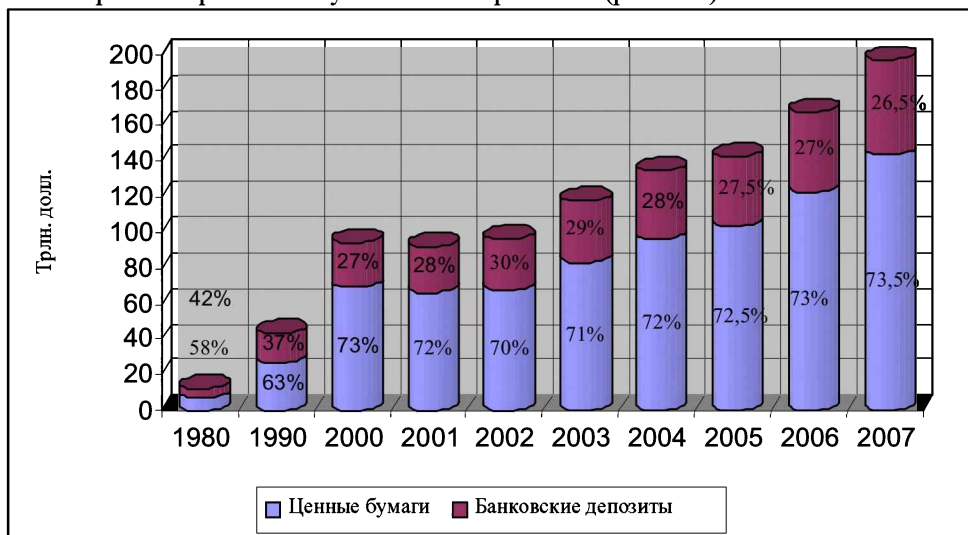


Рис. 2.4. Динамика перераспределения активов мирового финансового рынка между рынком ценных бумаг и банковскими депозитами⁵⁵

При этом не только изменилась структура финансовых инструментов в сторону преобладания корпоративных ценных бумаг и их производных, но и психология потенциальных пользователей финансовых рынков – индивидуальных инвесторов, проявляющих все большую готовность и заинтересованность во вложении своих средств в ценные бумаги. По этой причине в конце XX – в начале XXI вв. значительно возросло значение рынка ценных бумаг, увеличился объем их эмиссии, так же как и объем глобальных финансовых активов (рис. 2.5).

Если в 1980 г. общая стоимость глобальных финансовых активов равнялась мировому ВВП, а в 1993 г. финансовые активы превышали ВВП в 2 раза, то в конце 2007 г. активы превышали ВВП приблизительно в 3,5 раза⁵⁶.

⁵⁴ Casey J.P. Europe's hidden capital markets / J.P. Casey, K. Lannoo. – http://shop.ceps.eu/BookDetail.php?item_id=1275.

⁵⁵ McKinsey Global Institute. Mapping Global Capital Markets. Fifth Annual Report. October 2008. – P. 96. – www.mckinsey.com/mgi/reports/pdfs/fifth_annual_report/fifth_annual_report.pdf.

⁵⁶ McKinsey Global Institute. Mapping Global Capital Markets. Fourth. Annual Report. January 2008. – P. 21. http://www.mckinsey.com/mgi/publications/Mapping_Global/index.asp.

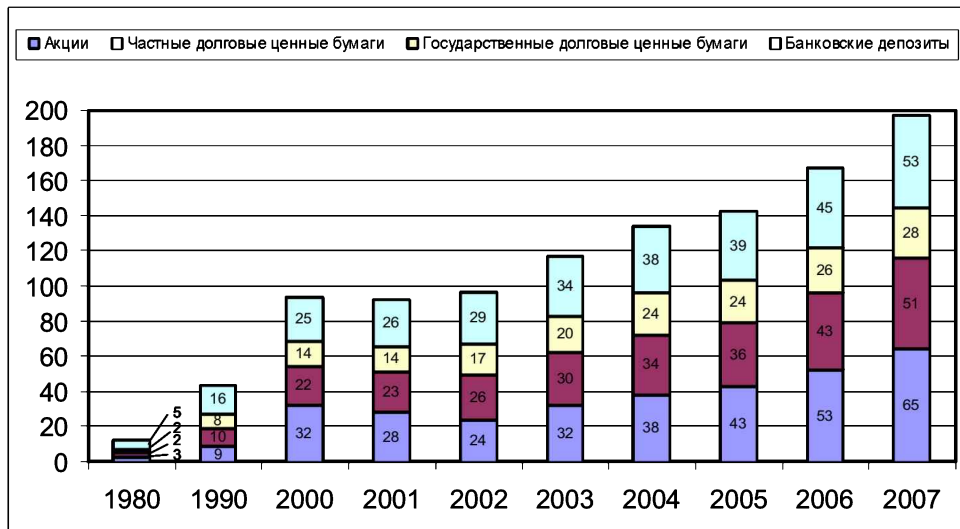


Рис. 2.5. Динамика возрастания глобальных мировых финансовых активов (трлн. долл. США)⁵⁷

Развитие рынка акций можно оценить по такому основному показателю, как *отношение капитализации рынка акций к ВВП* (рис. 2.6, 2.7⁵⁸, Приложение, табл. 2.3)⁵⁹.

⁵⁷ McKinsey Global Institute. Mapping Global Capital Markets. Fifth Annual Report. October 2008. – P. 9. – http://www.mckinsey.com/gireportspdfsfifth_annual_reportfifth_annual_report.pdf.

⁵⁸ OECD Gross domestic product: GDP, US \$, current prices, current PPPs, millions. – <http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=2357>; The World Bank. – <http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/GDP.pdf>; The World Federation of Exchanges Market Capitalization of Shares of Domestic Companies 1996. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/1996/market-capitalization-shares-domestic-companies>; The World Federation of Exchanges Market Capitalization of Shares of Domestic Companies 1998. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/1998/market-capitalization-shares-domestic-companies>; The World Federation of Exchanges Market Capitalization of Shares of Domestic Companies 2000. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2000/market-capitalization-shares-domestic-companies>; The World Federation of Exchanges Market Capitalization of Shares of Domestic Companies 2002. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2002/market-capitalization-shares-domestic-companies>; The World Federation of Exchanges Domestic Market Capitalization 2004. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2004/domestic-market-capitalization>; The World Federation of Exchanges Domestic Market Capitalization 2006. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2006/domestic-market-capitalization>; The World Federation of Exchanges Domestic Market Capitalization 2008. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2008/equity-markets/domestic-market-capitalization>.

⁵⁹ Здесь и далее на рисунках приводятся данные для докризисного (2006 г.) и кризисного (2008 г.) состояния рынка.

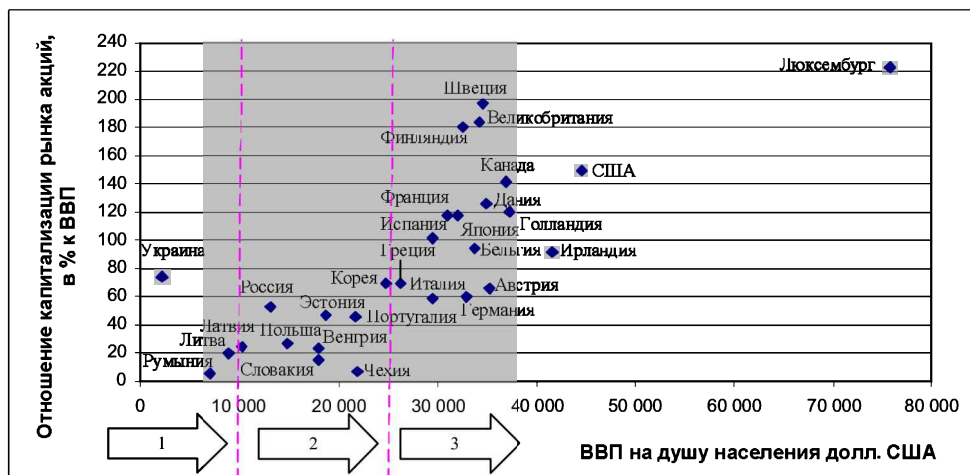


Рис. 2.6. Распределение национальных рынков по уровню капитализации рынка акций (в % к ВВП), 2006 г.

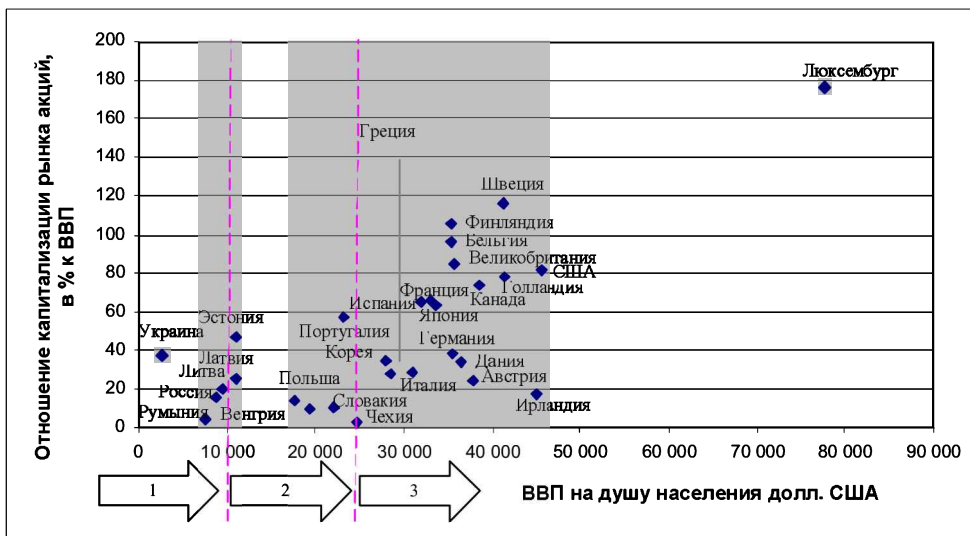


Рис. 2.7. Распределение национальных рынков по уровню капитализации рынка акций (в % к ВВП), 2008 г.

Если сравнить данные по этому показателю для разных стран (Приложение, табл. 2.3), то можно видеть, что максимальные значения его были в 2006 г. перед началом кризиса, а в 2008 г. отмечался резкий спад (в Великобритании – от 183 % до 85 %; в США 149 % до 82 %; в Германии – от 61 % до

38 %; в Польше – от 27 % до 14 %; в России – от 53 % до 16 %; в Украине – от 74 % до 37 %). Статистические данные для разных стран (как с развитыми, так и с формирующимися и развивающимися рынками) свидетельствуют, что между 2001 и 2007 гг. капитализация рынков акций стран Восточной Европы возрастала значительно быстрее, чем в странах с развитыми рынками.

Однако сам по себе показатель капитализации рынка акций в объеме ВВП не дает оснований для однозначных выводов об общем развитии экономической системы, хотя может свидетельствовать о национальных особенностях механизма привлечения капитала. Например, этот показатель в Англии в 2006 году был намного выше (158 %), чем в Германии (56 %) и Франции (103%), хотя по такому показателю, как ВВП на душу населения (35,4 и 36,7 тыс. долл. США соответственно), экономику Германии и Франции нельзя считать менее эффективной, чем экономику Англии (39,7 тыс. долл. США)⁶⁰.

Это связано с отличиями между континентальной и англо-американской моделями финансового рынка – первая из них ориентирована на банковскую систему, а вторая – на рынок ценных бумаг. Однако вследствие процессов финансовой глобализации и институциональных трансформаций на рынках ценных бумаг происходит постепенное сближение континентальной и англо-американской моделей финансовых рынков.

По аналогии с моделями корпоративного управления модели финансового рынка можно разделить на инсайдерские (распространенность крупных пакетов акций, перекрестное владение) и аутсайдерские (владельцами пакетов акций является большое количество индивидуальных и институциональных инвесторов). Инсайдерская модель распространена в многих странах Европы (например, в Германии), в Японии, Корее, Китае, Индии, а также в постсоциалистических странах Восточной Европы (в частности, в России и Украине).

Аутсайдерская модель распространена в США, Англии и других англосаксонских странах. В англо-американских корпорациях собственность и управление обычно четко разграничены. При этом в основу философии бизнеса положена цель максимизации прибыли акционеров. Эта модель бизнеса (так называемая SWM-модель – *shareholder wealth maximization*, модель максимизации прибыли владельцев акций) опирается на аксиоматические предположения – фондовая биржа эффективна (цены акций и других ценных бумаг адекватные), а риски нельзя ликвидировать полностью (можно только снизить их с помощью диверсификации портфеля).

Однако в начале XXI в., в особенности после нескольких корпоративных скадалов (Enron, WorldCom и др.) и во время глобального кризиса, начавшегося в 2008 г., возникли сомнения в приоритетности цели максимизации прибыли акционеров, поскольку при этом возникали многочисленные злоупотребления в корпоративном управлении. Стало распространяться новое

⁶⁰ IMF. World Economic Outlook Database. April 2008. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/weodata/index.aspx>.

представление о том, что цель деятельности компании – стабильность развития для увеличения прибыли акционеров в долгосрочной перспективе.

На не англо-американских рынках, где больше значение профсоюзов, государственного регулирования и банков, распространена так называемая CWM-модель (corporate wealth maximization, максимизация прибыли компании). Эта модель не основана на предположении о ценовой эффективности или неэффективности рынка, поскольку основная цель – не максимизация прибыли акционеров, а развитие предприятия, вследствие чего будет возрастать его прибыльность и, разумеется, дивиденды для акционеров.

Вопрос о том, какая из этих систем эффективнее, остается дискуссионным. Приверженцы инсайдерской модели считают, что она позволяет планировать долгосрочную политику предприятия без ориентации на ситуативные интересы индивидуальных инвесторов, заинтересованных прежде всего в выплате дивидендов. Однако инсайдерская модель, бывшая успешной на ранних этапах промышленного развития, в современных условиях наукоемкого производства и высоких технологий становится неэффективной, поскольку уменьшает гибкость управления предприятием и его адаптивность к изменяемым условиям рынка.

Что касается критики аутсайдерской модели, то опыт многочисленных прибыльных компаний в США и Англии подтверждает, что в их управлении краткосрочные и долгосрочные ориентиры вполне успешно сбалансированы⁶¹. Поэтому, учитывая тенденцию роста значения аутсайдерской модели, Принципы корпоративного управления ОЭСР (OECD Principles of Corporate Governance)⁶², разработанные в 1998 г., ориентируются на англо-американскую аутсайдерскую модель.

Однако основная цель корпоративных участников формирующихся и развивающихся рынков акций – не повышение рыночной стоимости предприятия и не возрастание прибыльности, а управление денежными потоками предприятия. Это приводит к концентрации акций в больших и контрольных пакетах, не участвующих в обращении на рынке. Поэтому в обращении на небольшом по объему оптовом рынке, имеющем низкую ликвидность, находится только незначительная часть акционерного капитала. Мелкие индиви-

⁶¹ Hill J. Comparative Corporate Governance and Russia. Coming Full Circle / J. Hill. – European Corporate Governance Institute (ECGI), 2004. – http://papers.ssm.com/Delivery.cfm/SSRN_ID884268_code119970.pdf; Aggarwal R. Do U.S. Firms Have the Best Corporate Governance? A Cross-Country Examination of the Relation between Corporate Governance and Shareholder Wealth / R. Aggarwal, I. Erel, R. Stulz. – Ohio State University. Dec. 2006. – <http://www.cob.ohio-state.edu/fin/dice/papers/2006/2006-25.pdf>; Eitman D.K. Multinational Business Finance / D.K. Eitman, A.I. Stonehill, M.H. Moffett. – 10th ed. – Ch. 1. Financial Goals and Corporate Governance. – N.Y.: Addison Wesley, 2006. – <http://keep2.sjfc.edu/faculty/mlakehal-ayat/globus/PPTCh01.ppt>; Horn L. The Transformation of Corporate Governance Regulation in Europe. Towards a Marketisation of Corporate Control? / L. Horn. – Amsterdam University, Working Papers Political Science. – 2004. – № 06. – <http://www.arccgor.nl/uploads/File/workingpaperlaura.pdf>.

⁶² Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Principles of Corporate Governance. – <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>.

дуальные инвесторы практически не имеют реального доступа на рынок акций, поэтому на отечественном рынке ценных бумаг нет (а при существующих условиях и не может быть) массового спроса на акции.

В исследовании рынков акций постсоветских стран, проведенном Мировым банком, было отмечено, что реальное значение индивидуальных инвесторов на рынке акций очень мало. Для этих стран характерна смешанная модель рынка ценных бумаг, оптовая структура собственности с преобладанием крупных акционеров, долговое финансирование и общее повышенное влияние банков (до 75 % от объема рынка)⁶³. Это связано с тем, что в Европе в большинстве стран с транзитивной экономикой рынки ценных бумаг создавались на основе континентальной модели, в которой основное значение имеют банки и долговые ценные бумаги.

Авторы исследований транзитивных экономик⁶⁴ пришли к выводу, что в экономических системах такого типа отмечается тенденция к максимальной концентрации собственности на акции, что тормозит развитие рынков ценных бумаг, а рынок облигаций развивается быстрее, чем рынок акций. Действительно, преобладание больших пакетов акций можно видеть во всех странах с формирующимися финансовыми рынками. На 68 % развивающихся финансовых рынков (15 из 22) в среднем часть капитала, владельцем которого являются три наиболее крупные компании, составляет 50 % от общего объема рынка⁶⁵.

На развитых финансовых рынках в 36 % случаев собственность на акции разрознена, в 30 % владельцем акций является семья, в 18 % государство, и только в 16 % случаев контроль над пакетами акций имеют большие корпорации.

⁶³ Djankov S. Ownership Structure and Enterprise Restructuring in Six Newly Independent States / S. Djankov. – Washington: World Bank, Policy Research Working paper 2047, 1999. – 24 p.

⁶⁴ Frydman R. Private Ownership and Corporate Performance: Some Lessons from Transition Economies / R. Frydman, C. Gray, M. Hessel. – N.Y.: New York University Working Paper 9827. – N.Y.: New York University, 1997. – <http://www.worldbank.org/html/dec/Publications/Workpapers/WPS1800series/wps1830/wps1830.pdf>; Fisher S. The Transition Economies After Ten Years / S. Fisher, R. Sahay // NBER Working Paper 7664. – 2000. – <http://www.nber.org/papers/w7664.pdf>; Jondeau E. Asset allocation in transition economies. Notes d'études et de recherche / E. Jondeau, M. Rockinger // Banque de France. – 2002. – Oct. – <http://www.banque-france.fr/gb/publications/telnomot/ner/ner90.pdf>; Bonin J. Dealing with Financial Fragility in Transition Economies / J. Bonin, P. Wachtel. – Nov. 2004. – http://papers.ssrn.com/sol3/papers/SSRN_ID621681_code394079.pdf; Dobrinsky R. Domestic savings and the driving forces of investment in the ECE emerging market economies / R. Dobrinsky // United Nations Economic Commission for Europe. Discussion Paper Series. No. 2005. 2. September 2005. – 21 p. – http://www.unece.org/oes/disc_papers/ECE_DP_2005-2.pdf; Godoy S. Growth, initial conditions, law and speed of privatization in transition countries: 11 years later / S. Godoy, J.E. Stiglitz // NBER Working Paper 11992. – 2006. – Jan. – <http://www.nber.org/papers/w11992.pdf>.

⁶⁵ Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / Я.М. Миркин. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – С. 227.

Часть 2. Современные трансформационные процессы на рынках ценных бумаг
рации⁶⁶. На формирующихся и развивающихся финансовых рынках отмечается преобладание в торгах преимущественно ценных бумаг крупных компаний (Приложение, табл. 2.4, 2.5).

Проблемы сравнения рынков акций для стран с формирующимися и развивающимися финансовыми рынками усложняются тем, что ликвидность этих рынков низка либо они практически неликвидны. Большинство акций сконцентрировано в больших пакетах, мобильность которых ограничена, а свободных финансовых ресурсов мало. Вследствие этого общий объем капитализации не является полностью информативным показателем относительно размера ликвидной массы акций, принимающих участие в обращении.

Поэтому реальное качественное состояние национального рынка ценных бумаг и уровень его стабильности можно определить, анализируя вместе с объемом капитализации объем обращения акций, что характеризует ликвидность рынка акций.

Уровень *ликвидности рынка акций* определяется как отношение объема оборота акций (объема торгов) к объему капитализации рынка (рис. 2.8, 2.9⁶⁷; Приложение, табл. 2.6).

⁶⁶ La Porta R. Corporate Ownership around the World. NBER Working paper №6625 / R. La Porta, E. Lopez de Silanes, A. Schleifer // Journal of Finance. – 1999. – № 54. – P. 471-517; Schleifer A. Survey of Corporate Governance / A. Schleifer, R.A. Vishny // Journal of Finance. – 1997. – Vol. 52. – http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=10182.

⁶⁷ The World Federation of Exchanges Market Capitalization of Shares of Domestic Companies 1996. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/1996/market-capitalization-shares-domestic-companies>; The World Federation of Exchanges Market Capitalization of Shares of Domestic Companies 1998. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/1998/market-capitalization-shares-domestic-companies>; The World Federation of Exchanges Market Capitalization of Shares of Domestic Companies 2000. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2000/market-capitalization-shares-domestic-companies>; The World Federation of Exchanges Market Capitalization of Shares of Domestic Companies 2002. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2002/market-capitalization-shares-domestic-companies>; The World Federation of Exchanges Domestic Market Capitalization 2004. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2004/domestic-market-capitalization>; The World Federation of Exchanges Domestic Market Capitalization 2006. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2006/domestic-market-capitalization>; The World Federation of Exchanges Market Domestic Market Capitalization 2008. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2008/equity-markets/domestic-market-capitalization>; Державна комісія з цінних панерів та фондового ринку. Річний звіт за 2003 рік. – <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=369&Print=P>; Державна комісія з цінних наперів та фондового ринку. Річний звіт за 2008 рік. – <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>; Миркин Я.М. Российский рынок ценных бумаг: риски, рост, значимость. – http://www.mirkin.ru/_docs/_statyi/rcb15.pdf.

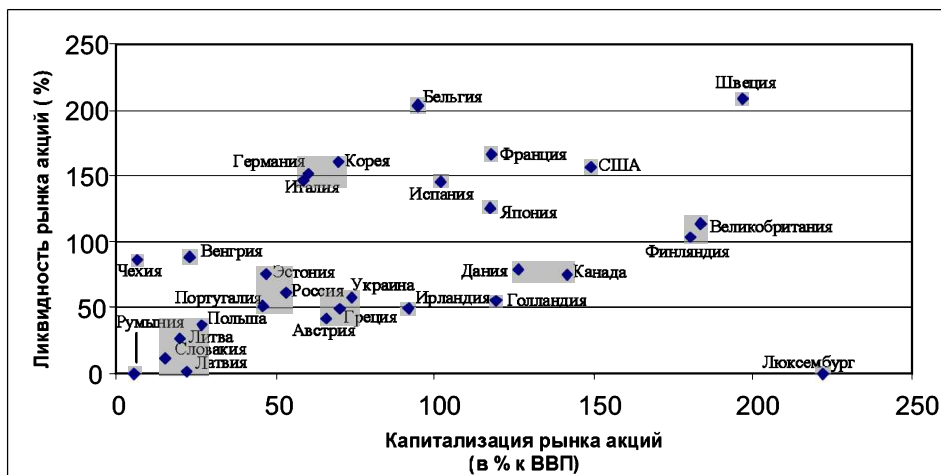


Рис. 2.8. Ликвидность и капитализация национальных рынков акций (2006 г.).

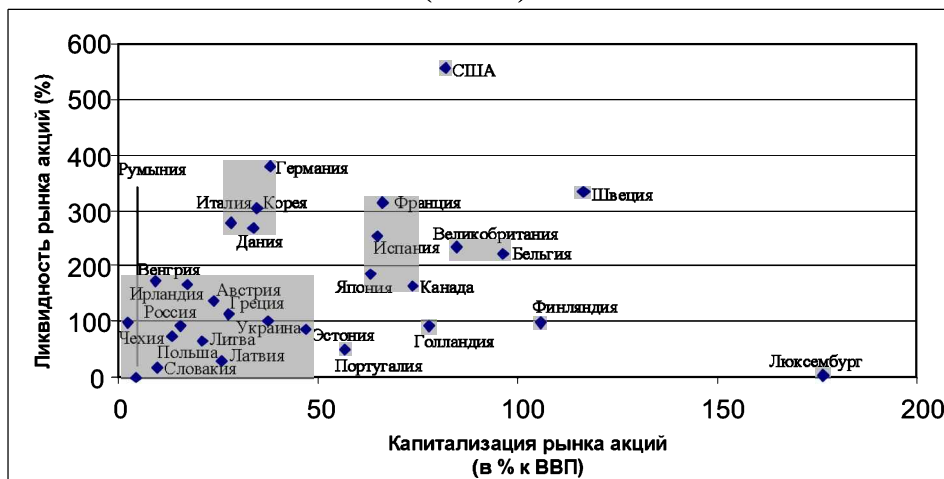
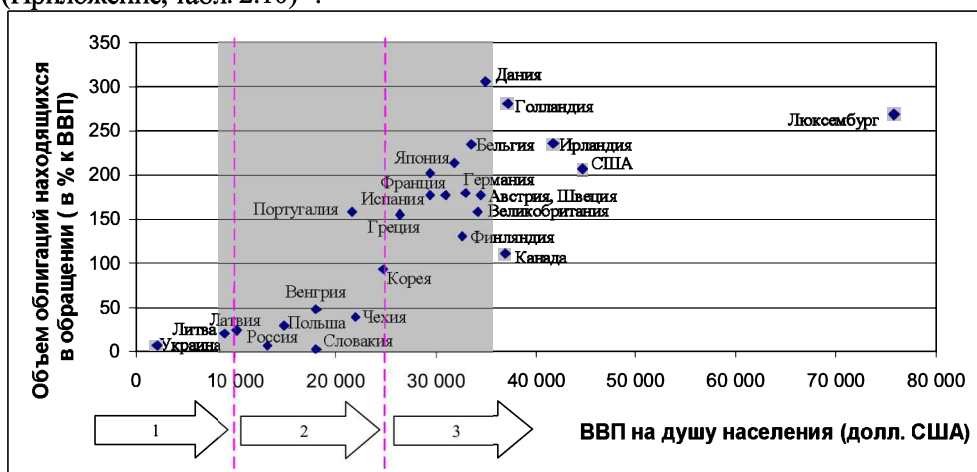


Рис. 2.9. Ликвидность и капитализация национальных рынков акций (2008 г.).

Среднее соотношение объема торгов акциями на организованном рынке к капитализации в 2006 и 2008 гг. составляло в США – 156 % и 557 %, Великобритании – 113 и 234 %, Германии 152 и 337 %, Польше 36 и 74 %, России 61 и 92 %, Украине 57 и 100 %. Повышение показателей ликвидности рынка акций в 2008 г. было связано с двумя факторами: с перераспределением акций на рынке во время кризиса (в том числе с выкупом государством акций компаний, находящихся в кризисном состоянии), в результате чего выросли объемы торгов; и с одновременным уменьшением капитализации рынка. И хотя рынки акционерного капитала (в частности, в странах Юго-Восточной Европы и России, где капитализация рынков достигла достаточно высокого уровня) развивались весьма быстрыми темпами, ликвидность рынка во всех странах этого региона низкая.

Рынок долговых инструментов (из них облигаций составляют около 95 %, поэтому в дальнейшем при расчетах объема рынков облигаций будут использоваться данные для рынка долговых инструментов) больше рынка акций. По данным Международного валютного фонда (2006 г.), капитализация всех мировых рынков акций составляла 50,8 трлн. долл., объем облигаций и других долговых ценных бумаг, находившихся в обращении – 68,7 трлн. долл.⁶⁸. Уровень развития рынка облигаций можно оценить по такому показателю, как отношение к ВВП *объема находящихся в обращении облигаций*. Этот показатель часто называют *капитализацией рынка облигаций* или *суммой непогашенных задолженностей по облигациям*. Данные по *объему рынка облигаций всех типов* приводятся на рис. 2.10, 2.11 (Приложение, табл. 2.7); *государственных облигаций* – на рис. 2.12 и 2.13 (Приложение, табл. 2.8); *корпоративных облигаций* – на рис. 2.14, 2.15 (Приложение, табл. 2.9); *облигаций финансового сектора* – на рис. 2.16 и 2.17 (Приложение, табл. 2.10)⁶⁹.

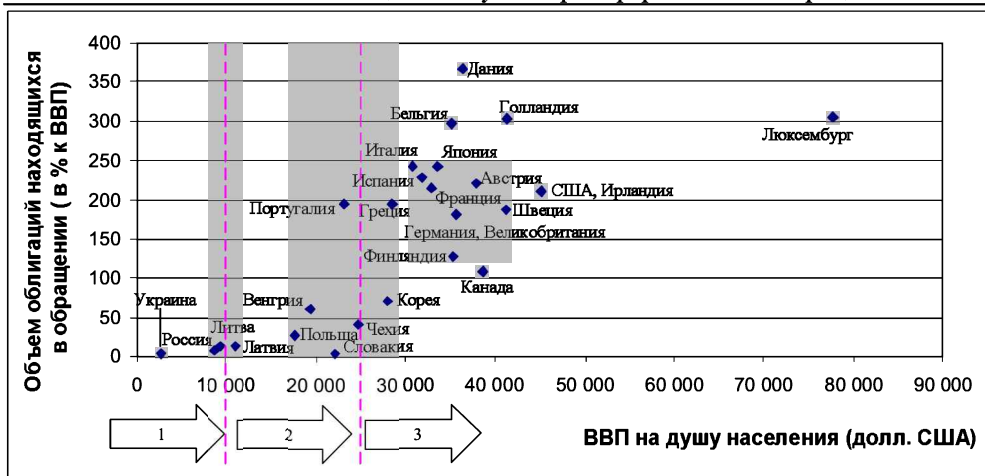


1 – формирующиеся и развивающиеся рынки; 2 – развитые рынки; 3 – зрелые рынки.

Рис. 2.10. Распределение национальных рынков по уровню объема облигаций, находящихся в обращении (в % к ВВП), 2006 г.

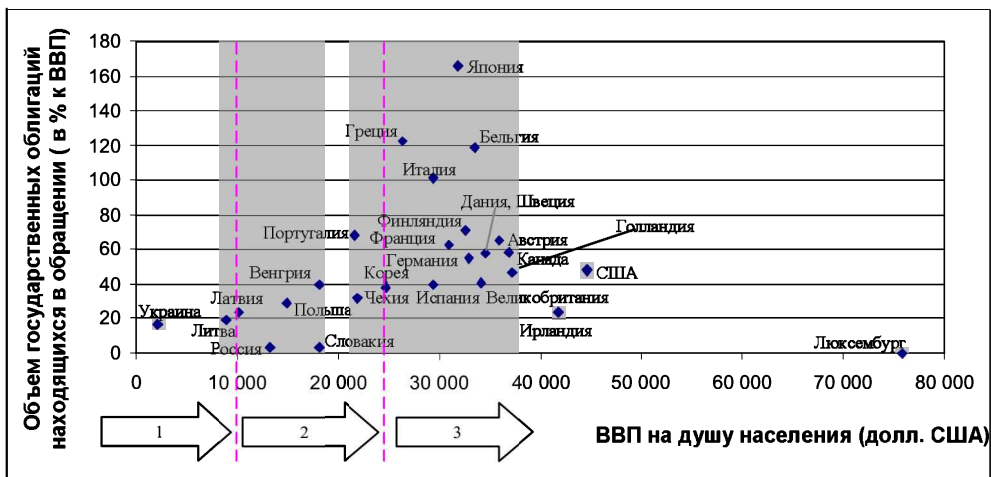
⁶⁸ IMF. Global Financial Stability Report. 2007. – P. 139. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2007/02/pdf/text.pdf>.

⁶⁹ Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Річний звіт за 2003 рік. – <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=364>; Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Річний звіт за 2008 рік. – <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>; BIS Quarterly Review. – 2009. – June. – http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0906.pdf; BIS Quarterly Review. – 2006. – December. – http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0612.pdf; BIS Quarterly Review. – 2004. – December. – http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0412.pdf; BIS Quarterly Review. – 2002. – December. – http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0212.htm; BIS Quarterly Review. – 2000. – November. – http://www.bis.org/publ/r_qa0011.pdf; BIS Quarterly Review. – 1998. – November. – http://www.bis.org/publ/r_qa9811.pdf; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD) Gross domestic product: GDP, US \$, current prices, current PPPs, millions. – <http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=2357>; The World Bank. – <http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/GDP.pdf>.



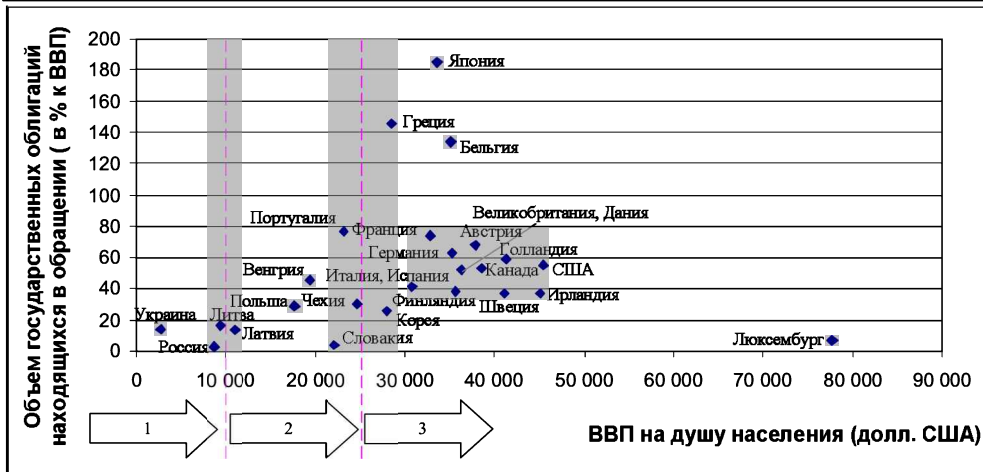
1 – формирующиеся и развивающиеся рынки; 2 – развитые рынки; 3 – зрелые рынки

Рис. 2.11. Распределение национальных рынков по уровню объема облигаций, находящихся в обращении (в % к ВВП), 2008 г.



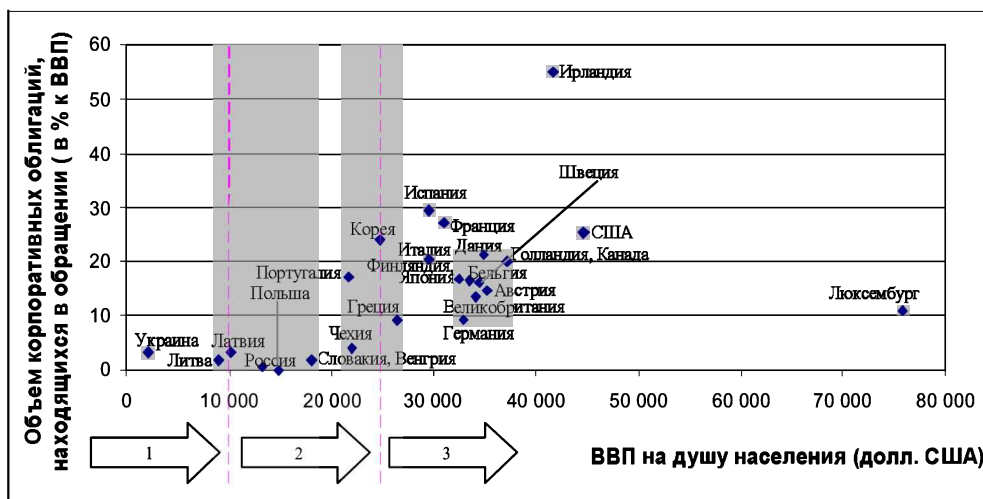
1 – формирующиеся и развивающиеся рынки; 2 – развитые рынки; 3 – зрелые рынки

Рис. 2.12. Распределение национальных рынков по уровню объема государственных облигаций, находящихся в обращении (в % к ВВП), 2006 г.



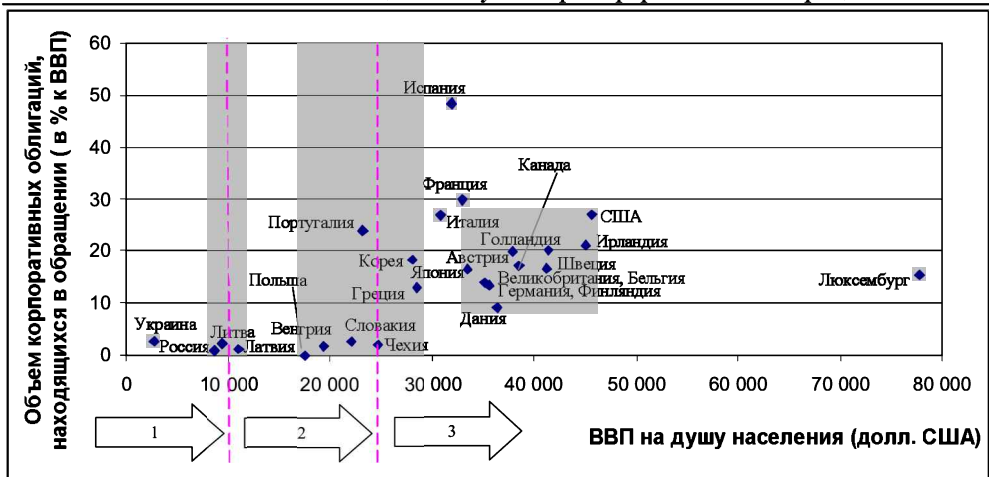
1 — формирующиеся и развивающиеся рынки; 2 — развитые рынки; 3 — зрелые рынки

Рис. 2.13. Распределение национальных рынков по уровню объема государственных облигаций, находящихся в обращении (в % к ВВП), 2008 г.



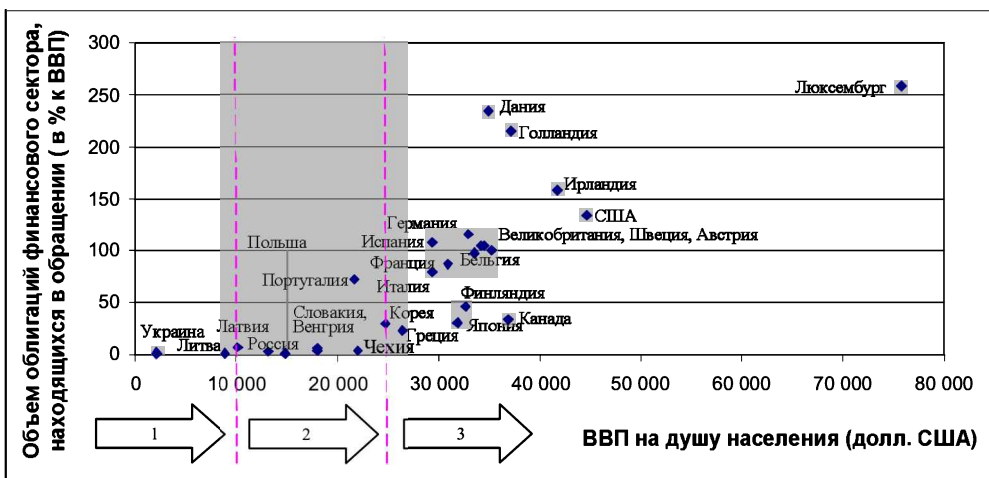
1 — формирующиеся и развивающиеся рынки; 2 — развитые рынки; 3 — зрелые рынки

Рис. 2.14. Распределение национальных рынков по уровню объема корпоративных облигаций, находящихся в обращении (в % к ВВП), 2006 г.



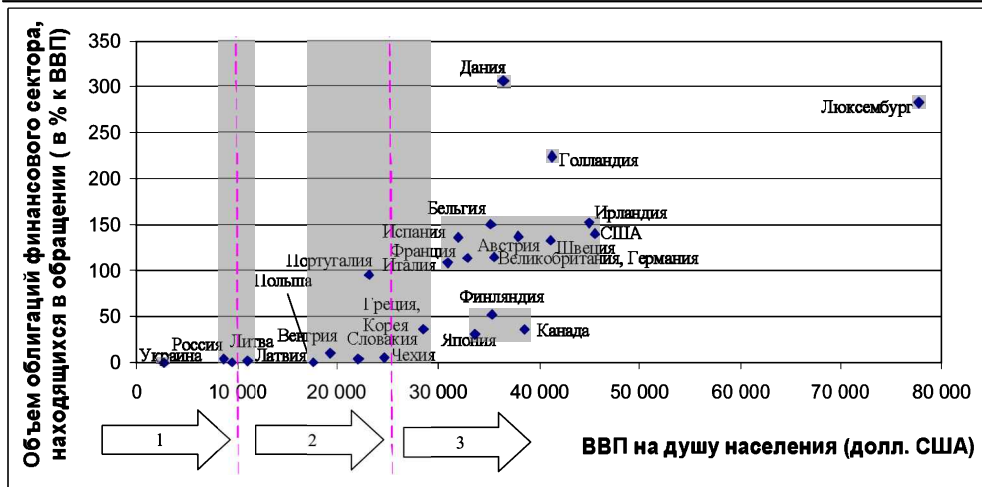
1 – формирующиеся и развивающиеся рынки; 2 – развитые рынки; 3 – зрелые рынки

Рис. 2.15. Распределение национальных рынков по уровню объема корпоративных облигаций, находящихся в обращении (в % к ВВП), 2008 г.



1 – формирующиеся и развивающиеся рынки; 2 – развитые рынки; 3 – зрелые рынки

Рис. 2.16. Распределение национальных рынков по уровню объема облигаций финансового сектора, находящихся в обращении (в % к ВВП) в 2006 г.



1 – формирующиеся и развивающиеся рынки; 2 – развитые рынки; 3 – зрелые рынки

Рис. 2.17. Распределение национальных рынков по уровню объема облигаций финансового сектора, находящихся в обращении (в % к ВВП) в 2008 г.

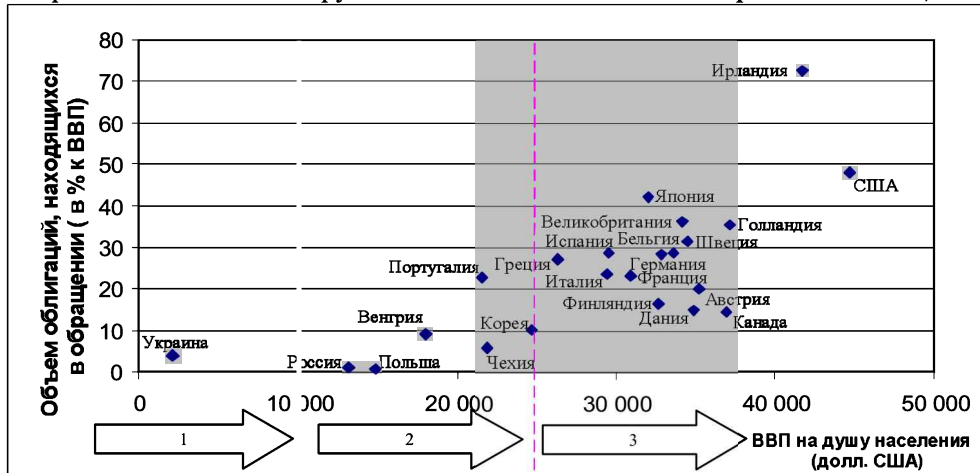
В целом, капитализация рынка облигаций возрастает быстрее, чем капитализация рынков акций на развитых финансовых рынках в большинстве стран, хотя в странах с формирующимися и развивающимися финансовыми рынками это происходит не так явно.

Важным показателем развития рынка облигаций является *отношение объема эмиссии облигаций за год к ВВП* (рис. 2.18, 2.19; Приложение, табл. 2.11)⁷⁰. Хотя облигаций (и других долговых инструментов) в мире ежегодно эмитируют больше, чем акций, на вторичном организованном рынке трейдеры торгуют акциями гораздо интенсивнее, чем облигациями.

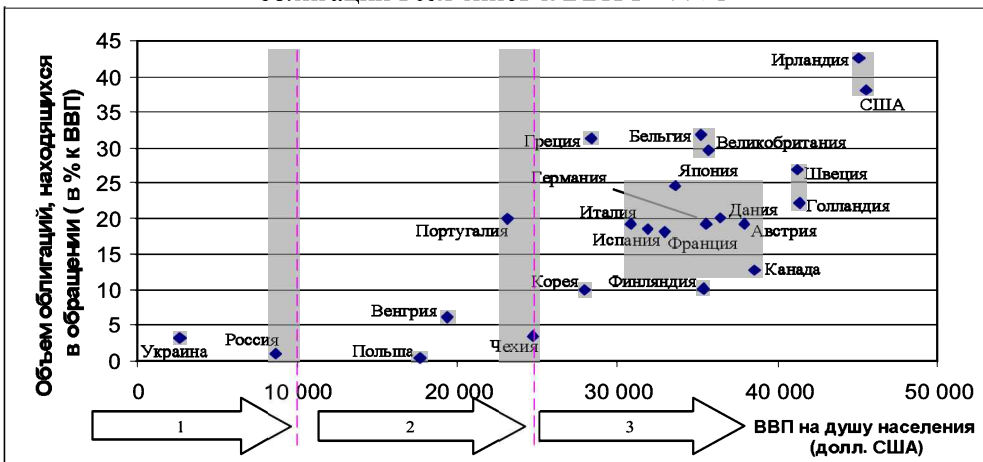
Нужно учитывать, что, хотя на рынке ценных бумаг может эмитироваться большое количество облигаций, на некоторых национальных рынках с помощью внебиржевой торговли они в основном оседают у конечных владельцев, поэтому объем вторичного рынка оказывается небольшим. На других рынках при этом может эмитироваться мало облигаций, но трейдеры будут активно торговать ими между собою на вторичном рынке.

⁷⁰ Державна комісія з цінних нанерів та фондового ринку. Річний звіт за 2003 рік. – <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=364>; Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Річний звіт за 2008 рік. – <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>; Securities Industry And Financial Markets Global Addendum 2007 p. – P. 21. – <http://www.sifma.org/research/pdf/RRVol2-10.pdf>; OECD Gross domestic product: GDP, US \$, current prices, current PPPs, millions (<http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=2357>; The World Bank. GDP Statistics. – <http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/GDP.pdf>; BIS Quarterly Review. June 2009. – http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0906.pdf.

Поэтому кроме объема эмиссии облигаций важным индикатором развития рынка долговых инструментов является *ликвидность рынка облигаций*⁷¹.



1 – формирующиеся и развивающиеся рынки; 2 – развитые рынки; 3 – зрелые рынки
Рис 2.18. Распределение национальных рынков по отношению эмиссии облигаций всех типов к ВВП в 2006 г.



1 – формирующиеся и развивающиеся рынки; 2 – развитые рынки; 3 – зрелые рынки
Рис 2.19. Распределение национальных рынков по отношению эмиссии облигаций всех типов к ВВП в 2008 г.

⁷¹ The World Federation of Exchanges Value of Bond Trading 2008. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2008/fixed-income-markets/total-value-bond-trading-0>; The World Federation of Exchanges Value of Bond Trading 2006. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2006/total-value-bond-trading>; ММВб. Оборот торгов на рынках Группы ММВб за 1992-2008 гг. – <http://www.mi-sex.ru/group/profile/statistic>; Національний банк України. Середній курс гривні (до 1996 року українського карбованця) до іноземних валют – http://bank.gov.ua/STATIST/Stat_data/Exchange_r.xls; Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Річний звіт за 2008 рік. – <http://www.ssmsc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>; BIS Quarterly Review. – 2009. – June. – http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0906.pdf; BIS Quarterly Review. – 2006. – December. – http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0612.pdf.

Ликвидность рынка облигаций рассчитывается как отношение объема оборота облигаций (торгов) к общему объему облигаций, находящихся в обращении (см. для облигаций всех типов – рис. 2.20, 2.21; Приложение, табл. 2.12; государственных облигаций – рис. 2.22, 2.23; Приложение, табл. 2.13; корпоративных облигаций финансового и нефинансового секторов – рис. 2.24, 2.25; Приложение, табл. 2.14).

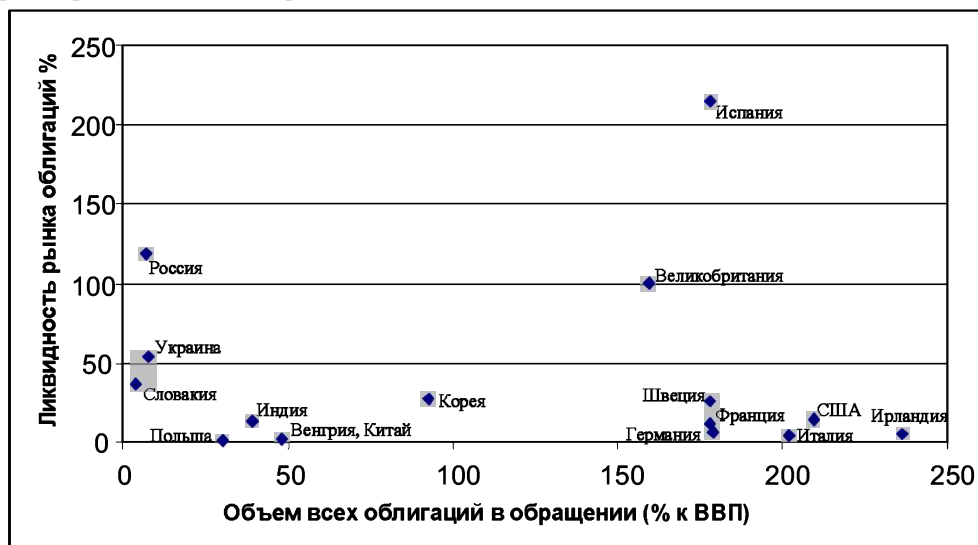


Рис 2.20. Ликвидность и объем облигаций всех типов, находящихся в обороте (2006 г.).

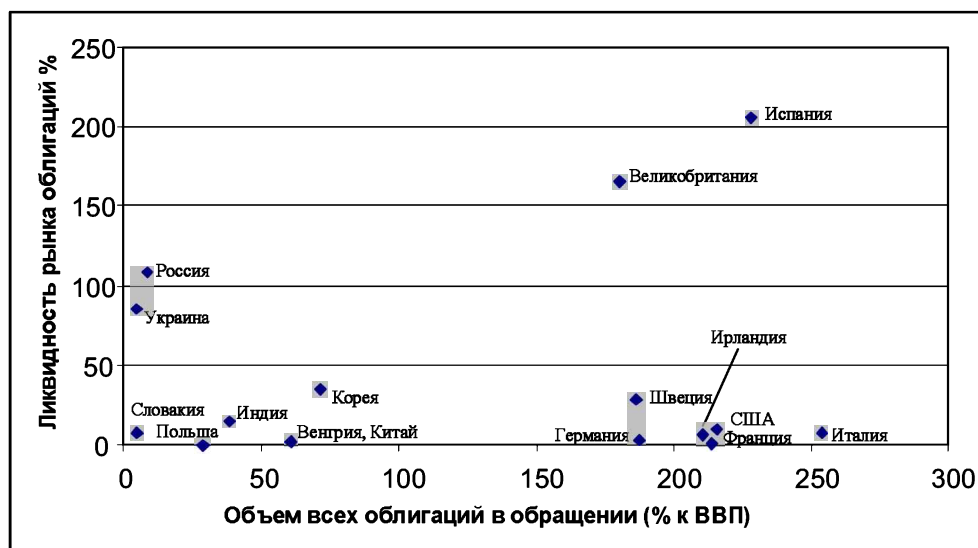


Рис 2.21. Ликвидность и объем облигаций всех типов, находящихся в обороте (2008 г.)

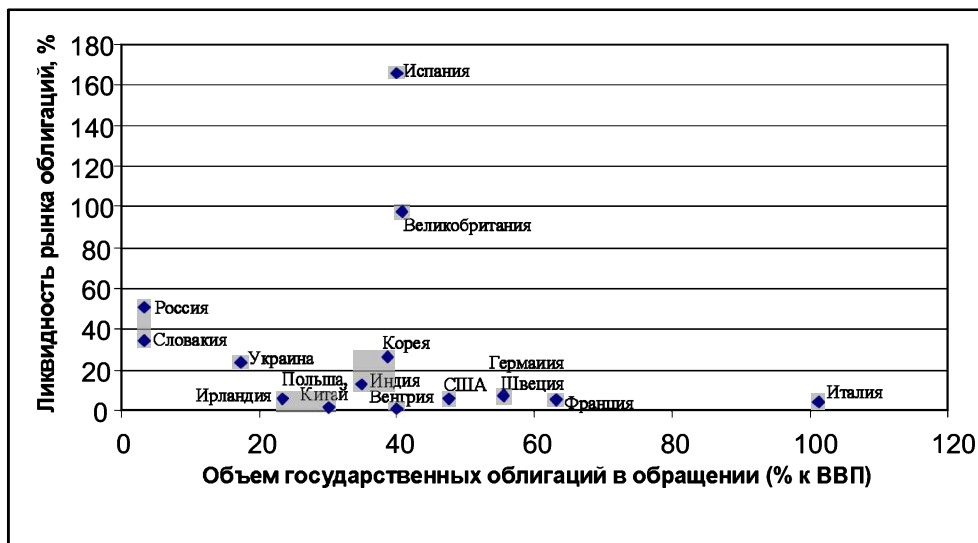


Рис 2.22. Ликвидность и объем государственных облигаций, находящихся в обороте (2006 г.)

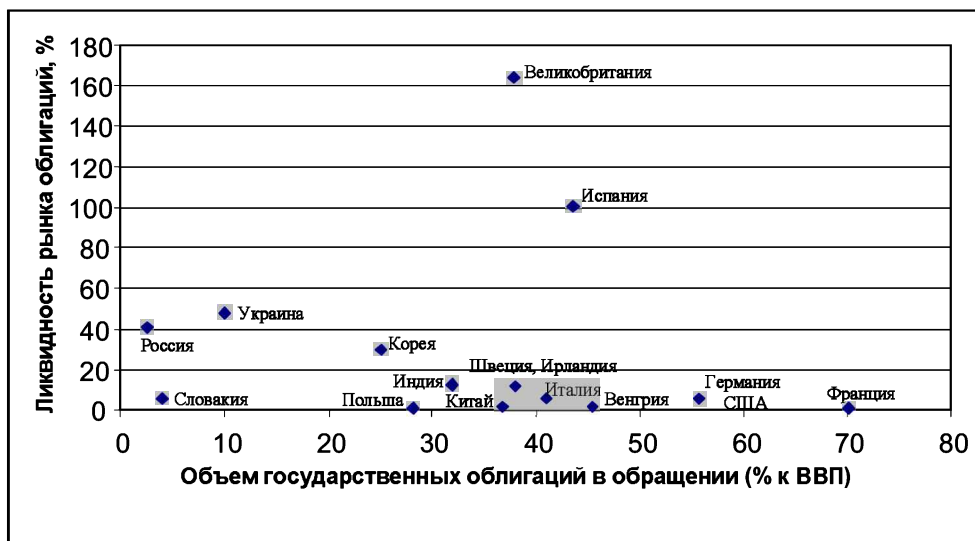


Рис 2.23. Ликвидность и объем государственных облигаций, находящихся в обороте (2008 г.)

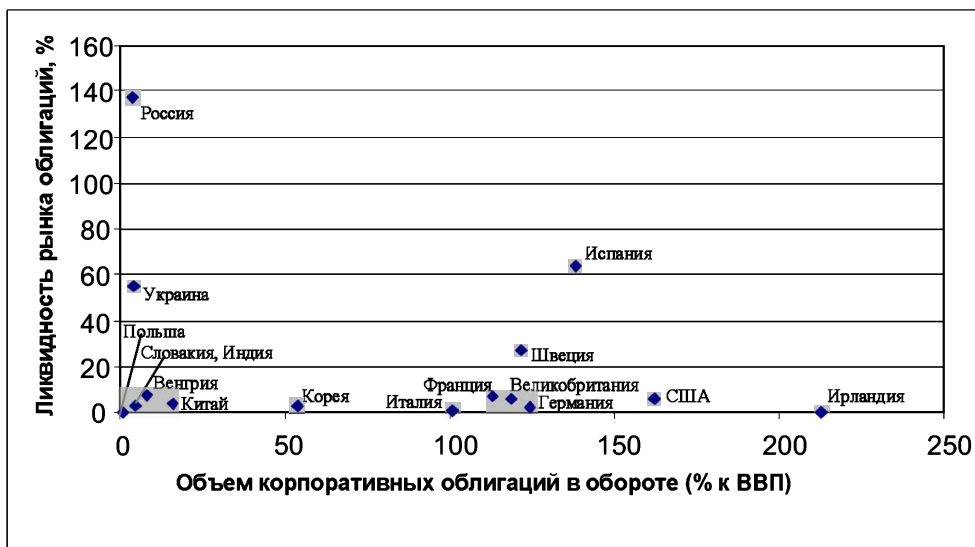


Рис 2.24. Ликвидность и объем корпоративных облигаций, находящихся в обороте (2006 г.)

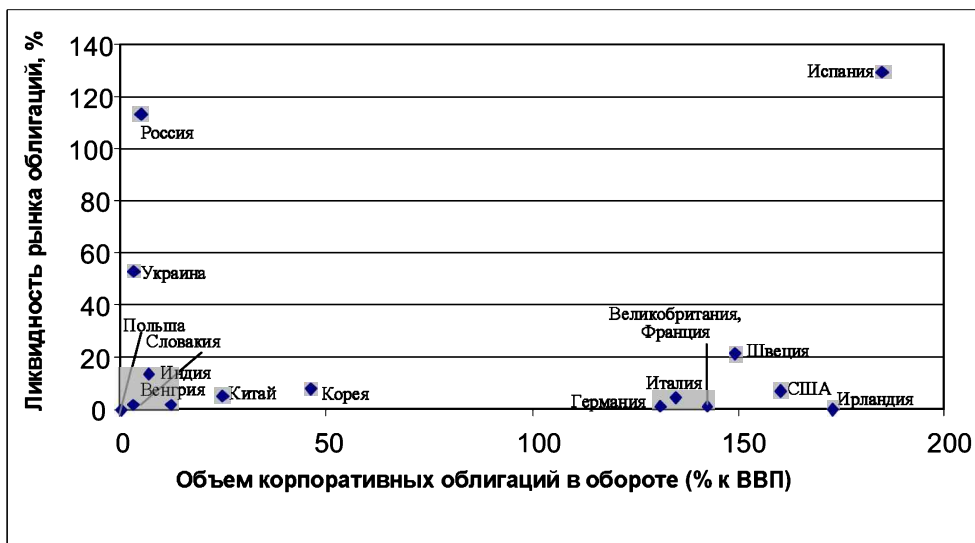


Рис 2.25. Ликвидность и объем корпоративных облигаций, находящихся в обороте (2008 г.)

На рынках ценных бумаг отмечается тенденция увеличения разнообразия инструментов. В конце 1980-х – начала 1990-х гг. значительно увеличился объем операций с производными финансовыми инструментами – деривативами (см. рис. 2.26, Приложение, табл. 2.15, 2.16, 2.17).

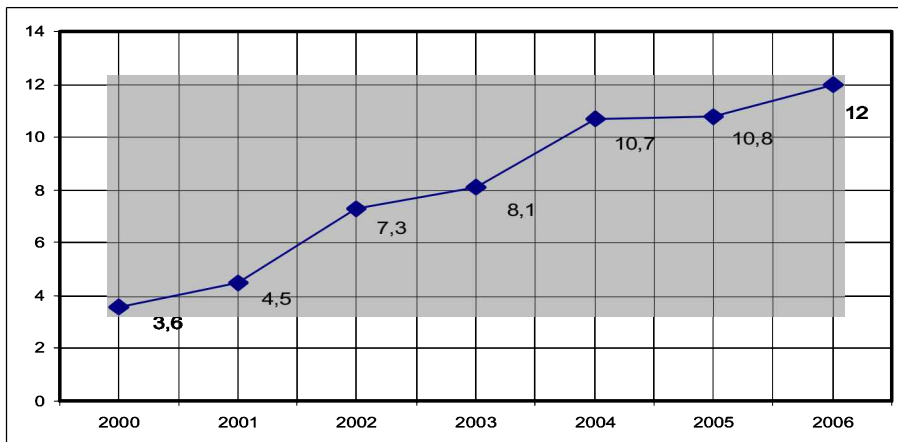
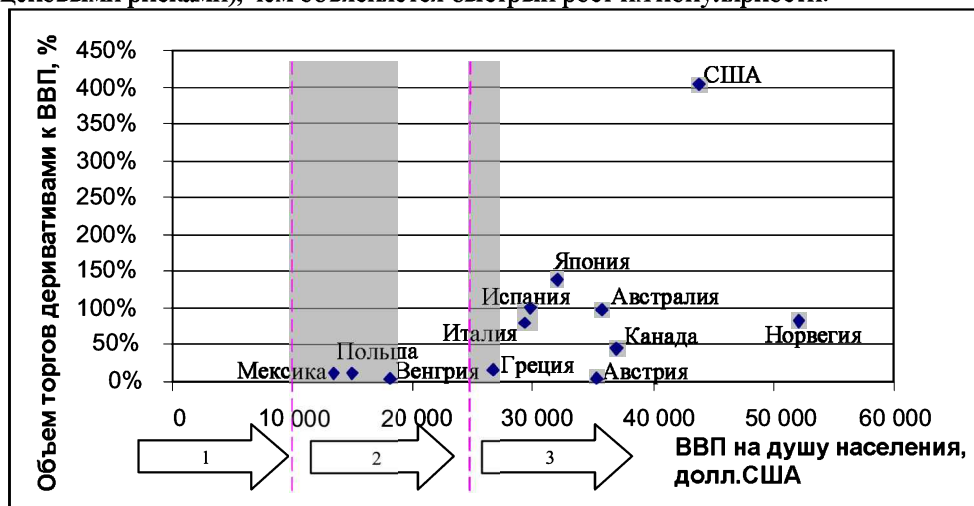


Рис. 2.26. Рыночная стоимость деривативов на мировом рынке, (трлн. долл. США), 2000-2006 гг.⁷²

Важным показателем развития рынка деривативов является отношение объема торгов деривативами к ВВП (в %) (рис. 2.27, 2.28, приложение, табл. 2.17)⁷³. В отличие от традиционных ценных бумаг, которые используются для привлечения долгосрочного кредита, деривативы предназначены для хеджирования (управления ценовыми рисками), чем объясняется быстрый рост их популярности.

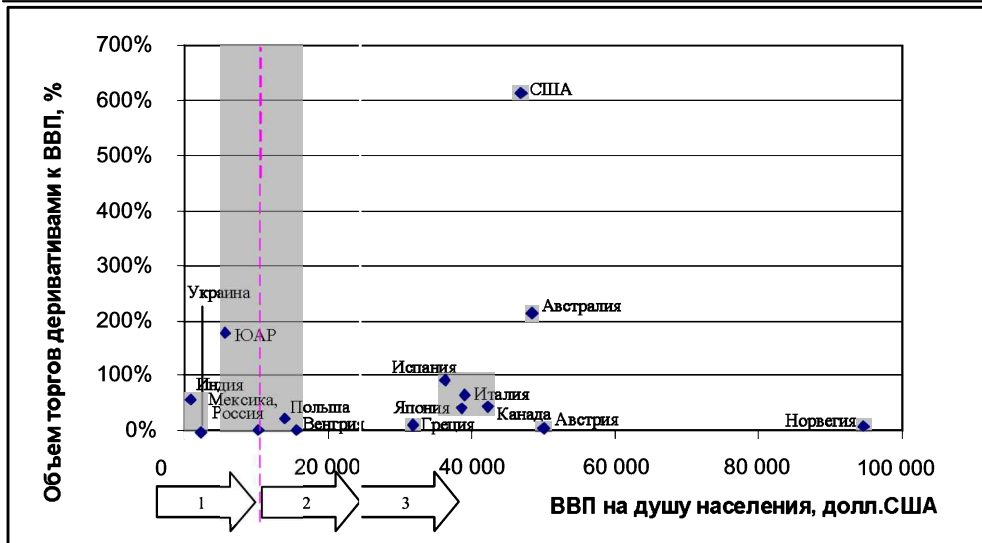


1 – формирующиеся и развивающиеся рынки; 2 – развитые рынки; 3 – зрелые рынки

Рис. 2.27. Распределение национальных рынков по отношению объема торгов деривативами к ВВП (%), 2006 г.

⁷²Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA). Securities Industry and Financial Markets Global Addendum 2007. – <http://www.sifma.org/research/pdf/RRVol2-10.pdf>.

⁷³ World Federation of Exchange (WFE). Annual report and statistics 2008. – <http://www.world-exchanges.org/files/statistics/excel/WFE%20Annual%20Report%20140509.pdf>; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). OECD Statistics (GDP, unemployment, income, population, labour). – <http://stats.oecd.org/WBOS/index.aspx>.



1 – формирующиеся и развивающиеся рынки; 2 – развитые рынки; 3 – зрелые рынки.

Рис. 2.28. Распределение национальных рынков по соотношению объема торгов деривативами к ВВП (%), 2008 г.

Активный рост рынка деривативов связан с формированием постиндустриальной экономики, а их становление и быстрое развитие с 1970-х годов – процесс настолько же органичный для современного капитализма, как возникновение товарных деривативов в индустриальную эпоху⁷⁴.

Быстрое развитие рынка деривативов стало решающим фактором, обеспечившим внутреннее единство глобального финансового рынка⁷⁵. Однако использование деривативов нередко считают основной причиной дестабилизации финансового рынка⁷⁶, поскольку именно быстрый рост рынка производных финансовых инструментов свидетельствует о том, что сформировалась группа инструментов, в значительной мере автономных по отношению к сфере материального производства.

Кроме того, в последнее время приобрела распространение секьюритизация активов (как инновационная техника финансирования) или секьюрити-

⁷⁴ Фельдмап А.Б. Производные финансовые и товарные инструменты / А.Б. Фельдмап. – М.: Финансы и статистика, 2003. – С. 6.

⁷⁵ Мертон Р. Приложение теории оценки опционов: двадцать лет спустя / Р. Мертон // Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. В 5 т. / Сопред. научно-ред. совета Л.Л. Фетисов, А.Г. Худокормов. Т. V. В 2 кн. Всемирное признание: Лекции нобелевских лауреатов / Отв. ред. Л.Л. Фетисов. Кн. 2. – М.: Мысль, 2005. – С. 206-251.

⁷⁶ Шоулс М. Деривативы в динамической окружающей среде / М. Шоулс // Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. В 5 т. / Сопред. научно-ред. совета Л.Л. Фетисов, А.Г. Худокормов. Т. V. В 2 кн. Всемирное признание: Лекции нобелевских лауреатов / Отв. ред. Л.Л. Фетисов. Кн. 2. – М.: Мысль, 2005. – С. 191; Мертон Р. Приложение теории оценки опционов: двадцать лет спустя / Р. Мертон // Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. В 5 т. / Сопред. научно-ред. совета Л.Л. Фетисов, А.Г. Худокормов. Т. V. В 2 кн. Всемирное признание: Лекции нобелевских лауреатов / Отв. ред. Л.Л. Фетисов. Кн. 2. – М.: Мысль, 2005. – С. 238.

зация в узком значении (Приложение, табл. 2.18). При этом финансовые активы отделяются от другого имущества и передаются специально созданному финансовому посреднику, а потом рефинансируются или с помощью выпуска ценных бумаг, или через получение синдицированного кредита. Как отмечает Х. Бэр, секьюритизация активов в узком значении возникла в рамках общей тенденции к секьюритизации⁷⁷, и иричины возрастания ее значения те же, что и секьюритизацин в широком значении.

Объемы секьюритизации активов быстро увеличивались как в США, так и в Западной Европе (с 604 млрд. долл. в 2006 г. до 681 млрд. долл. в 2007 г.), в частности, наиболее активно эти процессы шли в Великобритании (237 млрд. долл. в 2007 г.), Испании, Нидерландах, Италии, Германии⁷⁸ (рис. 2.29).

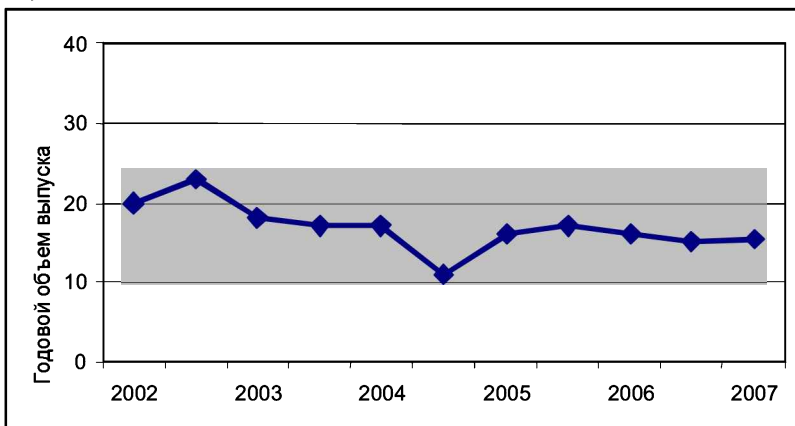


Рис. 2.29. Секьюритизация на рынках Азии (Южная Корея, Сингапур, Тайвань, Таиланд, Китай); Латинской Америки (Аргентина, Чили, Колумбия, Панама, Перу, Мексика, Бразилия); Восточной Европы, Ближнего Востока и Африки⁷⁹

Однако секьюритизация активов, ставшая важным инструментом финансирования, является дополнительным источником дестабилизации на рынке ценных бумаг, что показали события середины 2007 г. на рынке ценных бумаг США (рис. 2.30).

В США на рынке недвижимости длительное время искусственно поддерживались завышенные цены, что привело к рецессии этого рынка. Чтобы активизировать рынок недвижимости и повысить его ликвидность, большие объемы кредитов были предоставлены недостаточно надежным заемщикам. Кроме того, распространившиеся в США и на глобальном рынке ценных бу-

⁷⁷ Бэр Х.И. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков. – М.: Волтерс Клувер, 2006. – С. 27.

⁷⁸ International Financial Services (IFSL). IFSL Research. Securitization 2008. – P. 1–2. – http://www.ifsl.org.uk/upload/CBS_Securitisation_2008.pdf.

⁷⁹ International Financial Services (IFSL). IFSL Research. Securitization 2008. – P. 4. – http://www.ifsl.org.uk/upload/CBS_Securitisation_2008.pdf.

маг вследствие процессов секьюритизации ценные бумаги, связанные с недвижимостью (mortgage-backed securities, MBS), получили завышенную рейтинговую оценку, что привело к спросу на эти бумаги – банки и прочие инвесторы приобрели большое количество MBS.

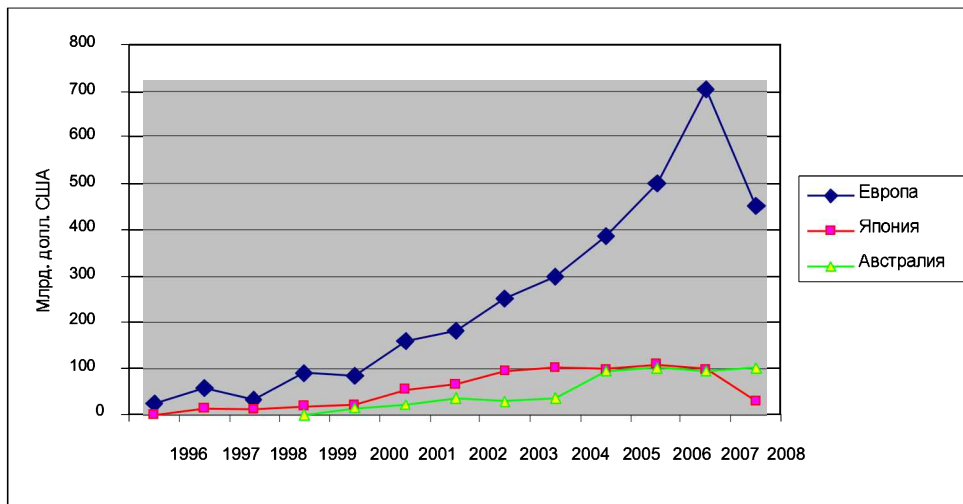


Рис. 2.30. Динамика рынка секьюритизированных активов (млрд. долл. США)⁸⁰.

Однако, когда стало очевидно, что кризис на рынке недвижимости продолжается, а рейтинг MBS явно завышен, это отрицательно повлияло на ликвидность рынка MBS. Их курс начал резко падать, что привело к быстрому возрастанию стоимости банковских кредитов. В таких условиях началось снижение готовности инвесторов к рискам, и это привело к общей дестабилизации вначале рынка MBS, а потом и рынка секьюритизированных активов в целом. По данным организации Securities Industry and Financial Markets Associations (SIFMA), объем рынка секьюритизированных облигаций в США снизился от 8,6 млрд. долл. или 65% ВВП США в конце 2006 г. до 2,9 млрд. долл. в 2007 г.⁸¹.

Так нестабильность на кредитном рынке США, снижение его ликвидности и общее уменьшение готовности инвесторов к рискам привели к серьезным проблемам на мировом рынке секьюритизированных активов, что в 2008 году сыграло существенную роль в начале глобального финансового кризиса.

⁸⁰ International Financial Services (IFSL). IFSL Research. Securitization 2008. – P. 1.– http://www.ifsl.org.uk/upload/CBS_Securitisation_2008.pdf.

⁸¹ International Financial Services (IFSL). IFSL Research. Securitization 2008. – P. 1–2. – http://www.ifsl.org.uk/upload/CBS_Securitisation_2008.pdf.

Часть 3.

Рынок ценных бумаг и экономическое развитие

3.1. Первичная и вторичная фрагментированность рынков ценных бумаг

Понятие «фрагментированность»¹ обычно воспринимается как отрицательное явление, но сама по себе фрагментированность рынка не является ни положительной, ни отрицательной тенденцией, приобретая то или иное значение с учетом экономических условий в конкретной стране. Поэтому в зависимости от различных факторов фрагментированность по-разному влияет на эффективность и действенность финансовых рынков.

Важно отличать первичную фрагментированность от вторичной, к которой развитые финансовые рынки приходят уже после того, как необходимый уровень консолидации был достигнут. Поскольку нередко положительные и отрицательные последствия процесса фрагментированности анализируются без проведения разграничения между первичной и вторичной фрагментированностью, смешиваются два принципиально разных по своей экономической сущности явления.

Первичная фрагментированность финансового рынка проявляется в ограниченной способности участников рынка устанавливать связи между собой, а также с другими рынками. Такая фрагментированность свойственна неразвитым финансовым рынкам, она связана с низким уровнем доверия и со слабыми информационными связями между участниками рынка. На этих рынках единая система цен не может существовать, а эффективность выполнения решений о приобретении ценных бумаг значительно ухудшается. Поскольку первичная фрагментированность препятствует взаимодействию участников рынка, приводит к возникновению диспропорций и нарушению процесса ценообразования, участники таких рынков стремятся к снижению фрагментированности, к возрастанию консолидации и централизации.

В этом смысле проблема первичной фрагментированности финансового рынка соотносится с гипотезой эффективного рынка Юджина Фамы, и фрагментированность рынка является следствием его низкой информационной эффективности. В странах с формирующимися и развивающимися финансовыми рынками проявляется именно первичная фрагментированность рынка, что существенно снижает эффективность инвестиционного процесса.

¹ Фрагментированность финансового рынка и рынка ценных бумаг означает, что операции на нем происходят в большом количестве локальных центров, где сосредоточена информация об участниках рынка, спросе и предложении. При уменьшении фрагментированности рынка возрастает его консолидация – объединение, интеграция в единое целое за счет увеличения связей между участниками.

Вторичная фрагментированность возникает на высокоразвитых рынках в результате постепенной замены линейно-иерархических структур децентрализованными сетевыми структурами. Такие рынки стремятся избавиться от чрезмерной централизации и консолидации, которая уже была достигнута, но на определенном этапе начала тормозить динамичность экономического развития, поэтому на них снова начинает возрастать значение полицентрической инфраструктуры². Вторичная фрагментированность является характерной чертой постиндустриальной экономики, и она проявляется в тенденции к децентрализации производства и постепенной замене больших корпораций сетями дочерних предприятий, структура взаимодействия между которыми является гибкой и может быть быстро реорганизована для адаптации к изменениям условий рынка.

Поэтому вторичная фрагментированность на развитых рынках – явление принципиально другой природы, чем первичная, поскольку, несмотря на рост структурной фрагментированности, информационные связи между участниками развитых рынков все больше возрастают. И хотя сегодня региональные рынки ценных бумаг географически и структурно более фрагментированы, чем в прошлом, на практике они гораздо более интегрированы благодаря использованию информационных технологий³.

Это связано с тем, что основой современной экономики является глобальная сеть финансовых потоков. Благодаря информационным технологиям и развитию средств связи такая экономическая система действует в общемировом масштабе как единое целое в режиме реального времени. Поскольку в этой системе все больше распространяются сетевые структуры, важным фактором достижения успеха становится координация задач участников сети.

Распространено мнение, что все фрагментированные рынки ценных бумаг обладают естественной тенденцией к консолидации. Основной аргумент в пользу общего стремления к консолидации рынка заключается в том, что консолидированный рынок имеет большую ликвидность.

Этой точки зрения придерживаются участники дискуссии о фрагментированности финансовых рынков П. Беннет и Л. Ви⁴. Исследовав динамику цен на акции 39 американских компаний с января 2002 по март 2003 г., они пришли к выводу, что подтверждается гипотеза Х. Мендельсона⁵ и А. Мадхава-

² Beny L. N. U.S. secondary stock markets: a survey of current regulatory and structural issues and a reform proposal to enhance competition / L. Beny. – Harvard Law School, 2001. – Discussion Paper No. 331. – www.law.harvard.edu/programs/olin_center/corporate_governance/papers/No331.01.Beny.pdf.

³ Stoll H. Principles of Trading Market Structure / H. Stoll // Journal of financial services res. – 1992. – Vol. 75. – P. 509. – <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0927539899000146>.

⁴ Bennet P. Market structure, fragmentation and market quality / P. Bennet, L. Wei // Journal of Financial Markets. – 2006. – №9 (1). – P. 53. – <http://www.nyse.com/pdfs/marketequalitystudy03.pdf>.

⁵ Mendelson H. Consolidation, Fragmentation, and Market Performance / H. Mendelson. – <http://links.jstor.org/sici?sici=0022-1090%28198706%2922%3A2%3C189%3ACFAMP%3E2.0.CO%3B2-O&size=LARGE>.

на⁶, согласно которой фрагментированность уменьшает ликвидность и повышает изменчивость цен.

Однако вопрос, ухудшает ли фрагментированность общую эффективность рынка, остается пока не выясненным. А. Мадхаван предложил оригинальную математическую модель, при помощи которой он обосновывает свою основную идею, суть которой в том, что, хотя обычно считается, что фрагментированные рынки всегда стремятся к объединению и консолидации, на самом деле такая точка зрения не только упрощенная, но и неверная.

На сформированных финансовых рынках вступают в силу другие факторы, и если попытки консолидировать такой рынок (в частности, повысить степень раскрытия информации) не являются принудительными (например, на законодательном уровне), то развитые финансовые рынки, ставшие такими именно благодаря тому, что они уже достигли достаточно высокого уровня консолидации, начнут снова стремиться к фрагментированности. Поэтому было бы неверно считать, что всякая фрагментированность (и первичная, и вторичная) является признаком неразвитости рынка и что любой фрагментированный рынок всегда стремится к консолидации.

При этом важное значение имеет отличие механизмов ценообразования на консолидированном и вторично фрагментированном рынках. Участники рынка отличаются друг от друга по экономическим и организационным параметрам, поэтому им свойственна естественная потребность в использовании разнообразных рыночных механизмов. На фрагментированном рынке, где раскрытие информации неполное, участники рынка (особенно крупные) могут получать дополнительную прибыль, поскольку на фрагментированных рынках существует значительное различие в ценах, поддерживаемое недостаточным раскрытием информации. Поэтому, хотя на фрагментированном рынке цены могут не быть адекватными, сам по себе такой рынок будет вполне эффективным и действенным.

Иное значение фрагментированность имеет в странах с формирующимися и развивающимися рынками, где фрагментированы не только финансовые рынки, но и экономическая система в целом. Участники этой системы изолированы друг от друга, не имеют равноправного доступа к технологиям и капиталам, а также к земле, рабочей силе и другим ресурсам. Все это значительно снижает эффективность инвестиционных процессов. На фрагментированном рынке ухудшаются условия для привлечения и размещения инвестиций⁷.

Основной причиной возникновения первичной фрагментированности рынка является низкая информационная прозрачность, недостаточное раскрытие информации, вследствие чего связи между участниками рынка ослаблены,

⁶ Madhavan A. Consolidation, Fragmentation, and the Disclosure of Trading Information / A. Madhavan // *Revue of Financial Researches*. – 1995. – Vol. 8. – №3. – P. 595-603. – <http://links.jstor.org/sici?sici=0893-9454%28199523%298%3A3%3C579%3ACFATDO%3E2.0.CO%3B2-O&size=LARGE>.

⁷ Тормозова Т.В. Фрагментарность рынка ценных бумаг / Т.В. Тормозова // *Вестник Финансовой академии*. – 2003. – №3 – С. 14. – www.mirkin.ru/_docs/articles03_122.pdf.

а доверие между ними уменьшается⁸. Информационную прозрачность рынка можно определить как степень, в которой информация об участниках рынка доступна другим участникам, в частности, конкурентам.

На информационную прозрачность финансового рынка значительное влияние оказывают его информационная эффективность и ликвидность. Наличие централизованной биржи увеличивает консолидацию и ликвидность рынка, поскольку вся информация сосредоточена в одном центре. Вследствие этого возрастают объемы операций, что повышает глубину рынка, уменьшая влияние издержек на цены.

Хотя на фрагментированном рынке инвесторы имеют возможность выбора, где именно им выгоднее всего проводить операции, возрастает вероятность того, что если формирование цен происходит в торговых системах с ограниченным доступом, то в публичных торговых системах с общим доступом инвесторы будут систематически оказываться в невыгодном положении. Устранить проблему такого информационного дисбаланса может общее повышение информационной прозрачности рынка с помощью усовершенствования системы раскрытия информации об участниках, чтобы они могли иметь доступ по наиболее выгодной цене к максимально возможному количеству информации. Это не означает отказ от принципа анонимности, принципиально важного для рынка⁹.

Информационная симметрия (равенство объемов информационных потоков) является существенным фактором ценообразования. Влияние информационных потоков на ценообразование происходит как во время принятия решения о приобретении ценных бумаг, так и при выполнении этого решения. Для развитых финансовых рынков характерен высокий уровень информационной симметрии, а на формирующихся и развивающихся рынках уровень информационной симметрии не просто низок – на них существует информационная асимметрия. При этом цены не вполне адекватны, следствием чего становятся напряженность на рынке, его общая нестабильность и кризисные явления. Чем меньше информационная симметрия (и, как следствие этого, меньше возможностей для консолидации, объединения разнородной информации с целью ее стандартизации и дальнейшего анализа), тем большим становится влияние фрагментированности на финансовый рынок. Поэтому имен-

⁸ Amihud Y. A New Approach to the Regulation of Trading Across Securities Markets / Y. Amihud, H. Mendelson // N.Y.U. L. Revue. – 1996. – Vol. 71. – P. 1411-1433; Stoll H. Principles of Trading Market Structure / H. Stoll // Journal of financial services res. – 1992. – Vol. 75. – P. 75-107. – <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0927539899000146>; Madhavan A. Consolidation, Fragmentation, and the Disclosure of Trading Information / A. Madhavan // Revue of Financial Researches. – 1995. – Vol. 8. №3. – P. 595-603. – <http://links.jstor.org/sici?sici=0893-9454%28199523%298%3A3%3C579%3ACFATDO%3E2.0.CO%3B2-O&size=LARGE>.

⁹ Board J. Transparency and Fragmentation. Financial market regulation in a dynamic environment / J. Board, Ch. Sutcliffe, St. Wells. – P. 3. – http://www.amazon.com/Transparency-Fragmentation-Financial-Regulation-Environment/dp/0333986342/ref=sr_1_2/104-3222233-3244714?ie=UTF8&s=books&qid=1175004852&sr=1-2.

но информационная асимметрия – основной фактор, определяющий первичную фрагментированность формирующихся и развивающихся финансовых рынков.

К тому же на формирующихся и развивающихся финансовых рынках мало привлекательных и надежных ценных бумаг, и они связаны в основном с небольшим количеством активных и крупных участников рынка. Это повышает риск для мелких инвесторов, а также способствует инсайдерским операциям и манипулированию ценами. Однако, несмотря на высокий уровень концентрации торговых систем, вследствие конкуренции между ними сохраняется общая фрагментированность инфраструктуры рынка, и ее усиливает использование не согласованных между собой стандартов работы торговых систем.

Подобная ситуация характерна для большинства формирующихся и развивающихся финансовых рынков. Характеризуя состояние рынка ценных бумаг в России, Я. М. Миркин отмечает, что этот рынок разделен на мелкие сегменты, сформированные отдельными торговыми системами, между которыми существуют информационные барьеры. Доступ на рынок различных групп инвесторов и финансовых посредников затруднен, а принцип свободного ценообразования нарушен¹⁰.

Основными проявлениями первичной фрагментированности на формирующихся и развивающихся финансовых рынках являются полицентричность инфраструктуры¹¹ и высокий уровень сегментации рынка; торги проводятся преимущественно с небольшим количеством ценных бумаг крупных эмитентов. Первичная фрагментированность на таких рынках приводит к тому, что торговля одними и теми же ценными бумагами происходит во многих местах, что снижает ликвидность, увеличивает разницу в ценах и затрудняет выбор биржи. Кроме того, затрудненным становится контроль качества операций с ценными бумагами и осуществление их мониторинга. Все это приводит к общему повышению рисков и увеличению вероятности злоупотреблений на рынках ценных бумаг.

Если обратиться к мировой практике повышения консолидации информации на полицентрических фрагментированных рынках, можно отметить три принципа консолидации: 1) обеспечение идентичности требований к раскрытию информации для инструментов одного класса независимо от места, где происходят операции; 2) согласованность политики ведомств, если операции с однотипными инструментами находятся под юрисдикцией этих ведомств;

¹⁰ Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / Я.М. Миркин. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – С. 109.

¹¹ Если в случае существования моноцентрической системы на рынке ценных бумаг работает одна торговая система со своей группой брокеров и дилеров, то полицентрическая система предусматривает существование нескольких центров торговли, групп профессиональных участников рынка, деномитариев и клиринговых организаций.

3) обеспечение предварительной консолидации информации, поступающей от разных торговых систем¹².

На фрагментированных финансовых рынках консолидация информации может осуществляться двумя способами: рыночным и регулятивным. Рыночный способ предполагает использование услуг информационных агентств, приобретающих информацию у организаторов торговли и продающих ее потребителям. Однако такая система будет эффективной только в случае существования на рынке равновесия между интересами информационных агентств, организаторов торгов и участников рынка. Регулятивный способ (государственное регулирование) предполагает четкое определение сроков и способов предоставления информации, а также выработку требований к каждой торговой системе.

В разных странах существуют свои системы регулирования информационной прозрачности. В США усовершенствование инфраструктуры рынка ценных бумаг началось в 1975 г. и было сформулировано пять принципов построения эффективной структуры такого рынка: 1) экономическая эффективность выполнения заявок инвесторов; 2) свободная и честная конкуренция; 3) прозрачность цен; 4) оптимальное выполнение заявок; 5) выполнение заявок инвестора без участия дилера¹³. Поскольку в США важное значение имеют мелкие инвесторы, здесь реализована наибольшая степень государственного регулирования системы консолидации информации. Любая операция, проводимая любым организатором торгов, предполагает обязательное раскрытие информации на основе стандартизированных показателей.

В Канаде, где мелкие инвесторы имеют меньшее значение, чем в США, традиционные центры торговли ценными бумагами объединены с помощью нескольких информационных агентств, которые не занимаются консолидацией информации. Однако информация, поступающая от электронных бирж (ATS), полностью консолидирована.

В Германии, где значение мелких инвесторов еще меньше, существует децентрализованная модель раскрытия информации. Ответственными за раскрытие информации являются ведущие биржи, а основной акцент сделан на широкую доступность информации за счет применения информационных технологий.

Быстрое распространение на рынках ценных бумаг информационных технологий и возрастание значения сетевых структур ставит важный вопрос о том, какой тип инфраструктуры является наиболее оптимальным: сетевой или матричный. Оптимальная инфраструктура рынка ценных бумаг – важный фактор, влияющий на общую эффективность и стабильность рынка. Страны с

¹² International Organization of Securities Commissions (IOSCO). Transparency and market fragmentation. Report from the Technical Committee of the International Organization of securities Commission. – 2001. – November. – <http://www.iosco.com>.

¹³ Securities Act Amendments of 1975. № 94-229. – Section 11-A. – <http://www.answers.com/topic/securities-acts-amendments-of-1975>.

развитыми рынками имеют достаточно большой опыт оптимизации инфраструктуры рынка ценных бумаг, однако этот опыт не всегда может быть использован в странах с формирующимися и развивающимися финансовыми рынками из-за значительных отличий в уровне развития экономических систем. Поэтому представляют интерес способы оптимизации инфраструктуры рынка ценных бумаг в странах с формирующимися и развивающимися финансовыми рынками, в частности, в странах Азии.

Инфраструктура международной торговли ценными бумагами имеет четыре уровня: глобальные хранители (Global custodian, GC); международные центральные депозитарии ценных бумаг (International central securities depository, ICSD); национальные центральные депозитарии ценных бумаг (National central securities depository, NCSD); локальные агенты (Local agent)¹⁴. Урегулирование вопросов международной торговли ценными бумагами происходит через местных локальных агентов.

Однако определенные проблемы возникают из-за отсутствия координации между национальными центральными депозитариями и неразвитости горизонтальных связей между ними, а также вертикальных связей между национальными центральными депозитариями (NCSD) и международными центральными депозитариями (ICSD).

Поэтому в последнее время в странах Азии институциональные инвесторы все чаще обращаются к услугам глобальных хранителей (GC), которыми являются крупные междупародные банки. Услуги глобальных храниителей пользуются достаточно большим спросом из-за общей недостаточной эффективности мирового финансового рынка. Поскольку глобальные хранители предлагают клиентам единые стандарты для соглашений с ценными бумагами, это увеличивает безопасность операций¹⁵.

Общий координатор глобальных хранителей – клиринговая система Euroclear¹⁶, с которой связаны национальные депозитарии ценных бумаг стран, принимающих участие в этой клиринговой системе. Всего в этой системе 31 участник, в том числе из Америки – 4 страны, из Африки – 1, из Западной Европы – 16, из Восточной Европы – 1 (Россия). Из Азии в ней участвуют 9 стран, в том числе Австралия, Новая Зеландия, Гонконг, Индонезия, Япония, Малайзия, Филиппины, Сингапур, Таиланд.

Эффективность этой клиринговой системы общеизвестна, однако азиатские страны она охватывает недостаточно. Поэтому для стран Азии актуальным является создание собственной системы взаимосвязей между NCSD, что сможет снизить фрагментированность азиатского финансового рынка и будет спо-

¹⁴ Cross-border securities settlement. Report prepared by the Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) of the central banks of the Group of Ten countries. Bank for International Settlement (BIS). – 1995. – March. – <http://www.bis.org/publ/cpss12.pdf>.

¹⁵ Cross-border clearing and settlement arrangement in the European Union. – Giovannini Group. – 2001. – November. – http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/giovannini/clearing1101_en.pdf.

¹⁶ Euroclear portal. The world's largest settlement system for securities transactions, covering both bonds and equities. – <http://www.euroclear.com/>.

способствовать увеличению взаимосвязей между участниками рынка ценных бумаг, в том числе с учетом перспективы создания единой региональной системы рейтингования в странах Азии.

В Гонконге уже достаточно давно Hong Kong Monetary Authority (HKMA)¹⁷ был предложен проект создания азиатской клиринговой системы AsiaClear¹⁸, подобно Euroclear использующей возможности информационных технологий для создания единого интегрированного пространства финансового рынка стран Азии. Для этого предполагалось применить одну из двух моделей двусторонних связей между участниками финансового рынка (рис. 3.1).

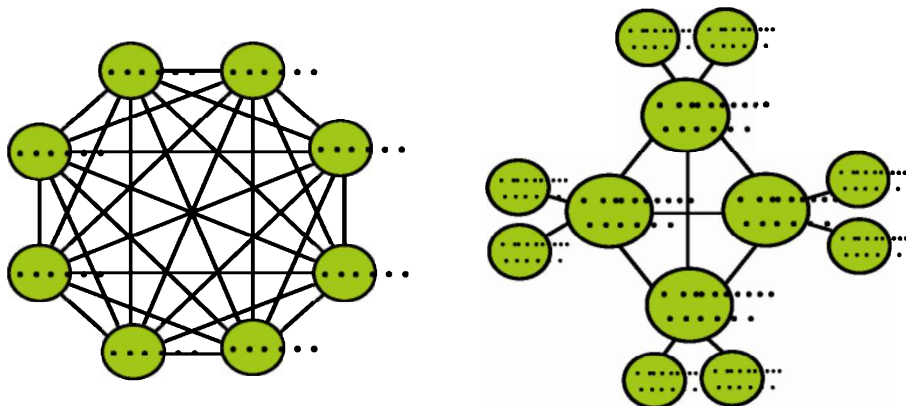


Рис. 3.1. Сетевая (слева) и матричная (справа) модели взаимосвязей участников финансового рынка

Две модели взаимосвязей, разработанные Европейской Ассоциацией центральных депозитариев ценных бумаг (European Central Securities Depositories Association, ECSDA)¹⁹, считаются наиболее перспективными. Первая из них (рис. 3.1, слева), называемая Eurolinks Real-time Network (Сеть европейских связей в реальном времени), имеет сетевую структуру, а вторая (рис. 3.1, справа) – European Financial Superhighway (Европейская финансовая супермагистраль) – матричную структуру.

Такие модели, основанные на предоставляемых информационными технологиями возможностях связей в реальном времени, а также на принципах гиперсвязей, применяемых в структуре Интернета, вызвали интерес среди участников азиатского финансового рынка, прежде всего в Гонконге. Однако в случае использования этих моделей могут возникать определенные проблемы, связанные как с отличиями правовых систем в странах Азии, так и с тем, что рынки этих стран находятся на разных стадиях развития. Поэтому основной аргумент против этих моделей – слишком большие отличия в развитии финансовых рынков стран Азии, среди которых только семь применяют методы

¹⁷ Hong Kong Monetary Authority. – <http://www.info.gov.hk/hkma/eng/hkma/index.htm>.

¹⁸ AsiaClear. – <http://www.asiaclear.com.sg/>.

¹⁹ European Central Securities Depositories Association. – http://www.ecsda.com/portal/what_is_ecsda/.

операций в реальном времени (Австралия, Гонконг, Корея, Малайзия, Новая Зеландия, Сингапур, Япония).

Для развития азиатского финансового рынка нужен поиск альтернативных способов интеграции, например, связанных с использованием услуг глобальных хранителей ценных бумаг (*global custodian*), предоставляемых в отдельных странах локальными агентами. Вероятно, это единственная реальная альтернатива до тех пор, пока отличия в уровнях развития финансовых рынков стран Азии не уменьшатся²⁰.

Поскольку доступность услуг таких институтов, как Euroclear, в странах Азии весьма ограничена, был предложен еще один, также до сих пор не реализованный проект AsiaSettle²¹ в качестве регионального ICSD. Потребность в таком региональном ICSD определяется прежде всего тем, что большинство национальных валют стран Азии не являются международными, и потому урегулирование оплаты ценных бумаг этих стран должно происходить на региональном финансовом рынке.

Еще один аргумент в пользу создания регионального ICSD AsiaSettle связан с тем, что недостаточные связи между участниками азиатского финансового рынка и общая фрагментированность этого рынка – следствие сложной регламентации и юридических ограничений. Создание AsiaSettle могло бы помочь в сотрудничестве правительств стран Азии во время урегулирования этих юридических ограничений на национальных финансовых рынках. К тому же созданные раньше ICSD – частные институты, и правительства стран Азии не были заинтересованы в том, чтобы помогать им, ослабляя существующие ограничения.

Среди других попыток усовершенствовать инфраструктуру рынка ценных бумаг в странах Азии следует упомянуть инициативу организации International Securities Services Association (ISSA), на протяжении 2001–2004 гг. подготовившей документы «Compliance to the ISSA Recommendations 2000» для каждой страны в отдельности, включая Гонконг и Сингапур. Наиболее полно проблемы функционирования финансовых рынков азиатских стран сформулированы в документе «ISSA Recommendations 2000. Status Report 2001 Market Key Issues Schedule». В частности, в рекомендации №5 рассматриваются проблемы функционирования клиринговых систем разных стран²².

²⁰ Oh G. Building a settlement infrastructure for the Asian bond markets: AsiaSettle / G. Oh, D. Park, J. Park, C. Rhee (paper presented at “Workshop on East Asia’s strategy for regional and global financial cooperation” hosted by Asia Pacific School of Economic and Government, Australian National University and Northeast Asian Institute of Business and Economic Research, Korea University) on 11 October 2003. – P. 15. – <http://www.nira.go.jp/newsj/kanren/170/178/siryou/pdf/7-3.pdf>.

²¹ AsiaSettle. – <http://asiasettle.net/>.

²² International Securities Services Association (ISSA). ISSA Recommendations 2000. Status Report 2001 Market Key Issues Schedule. – <http://www.issanet.org/pdf/KeyIssues2001.pdf>.

Кроме того, в Сингапуре функционирует локальный вариант SGX AsiaClear, обслуживающий сингапурский и частично общий азиатский рынок внебиржевой торговли ценными бумагами. Однако в дискуссии о создании системы AsiaClear, подобной EuroClear, речь шла не о сингапурской системе SGX AsiaClear, а о более масштабной общеазиатской модели²³. Но и после того, как в октябре 2005 г. был опубликован документ «ISSA Regional Meeting Asia/Pacific 2005 Summary», перспективы создания общеазиатской системы AsiaClear все еще остаются неопределенными.

Хотя распространено мнение, что создание информационной инфраструктуры AsiaClear требует больших затрат, в действительности, с учетом возможностей, предоставляемых информационными технологиями, реальная стоимость создания такой инфраструктуры оказывается не настолько высокой, и значительно большие затраты нужны для аналитического изучения правовой среды разных стран Азии²⁴.

Очевидно, проект создания регионального ICSD AsiaSettle, связанного с NCSD прямыми горизонтальными связями на основе принципов сетевой структуры, является наиболее перспективным для стран Азии. Такая структура могла бы иметь преимущества перед системой EuroClear, имеющей с NCSD косвенные связи через банки-хранители (рис. 3.1, справа) на основе принципов матричной структуры.

На практике возможны два варианта модели AsiaSettle, отличие между которыми в принципах взаимосвязей ICSD и NCSD. Первая модель представляет собой традиционную линейно-иерархическую структуру: международный центральный депозитарий ICSD в центре, на периферии – национальные центральные депозитарии NCSD, связанные с ICSD прямыми линейными связями. Преимущество такой модели в ее простоте и низком уровне затрат на ее реализацию. Однако проблема в том, что любой NCSD может претендовать на роль лидера, не соглашаясь быть на периферии такой структуры.

Поэтому более совершенной является вторая модель, где предусмотрена возможность слияния между NCSD и ICSD²⁵; примеры такого слияния известны в Западной Европе. Например, во Франции компания Sicovam, выполнявшая роль регионального NCSD, после слияния с Euroclear вошла в эту европейскую структуру, но при этом сохранила определенную самостоятель-

²³ Thoughts on “AsiaClear” – An international CSD for the Asia/Pacific region? ISSA Regional Meeting Asia/Pacific 2005 Summary. – Seoul, 2005, October 7. – P. 4. – http://www.issanet.org/pdf/issa_2005ap_summary.pdf.

²⁴ Park D. Building infrastructure for Asian bond markets: settlement and credit rating / D. Park, C. Rhee // BIS papers. – № 30. – P. 212. – <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap30r.pdf>.

²⁵ Oh G. Building a settlement infrastructure for the Asian bond markets: AsiaSettle / G. Oh, D. Park, J. Park, C. Rhee (paper presented at “Workshop on East Asia’s strategy for regional and global financial cooperation” hosted by Asia Pacific School of Economic and Government, Australian National University and Northeast Asian Institute of Business and Economic Research, Korea University) on 11 October 2003. – P. 17. – <http://www.nira.go.jp/newsj/kanren/170/178/siryou/pdf/7-3.pdf>.

ность и стала называться Euroclear France. В этом случае проблема возможных разногласий между NCSD и ICSD снимается.

Важным также является вопрос о том, кто будет владельцем AsiaSettle и какой будет структура управления этой системы. В Западной Европе три ICSD (Euroclear, Clearstream Banking, SegaInterSettle) имеют разную структуру.

Euroclear²⁶ – частная организация; ее владельцы – финансовые учреждения, определяющие все аспекты деятельности Euroclear. Это создает некоторые осложнения в решении возможных конфликтов интересов, а тот факт, что Euroclear – частная организация, приводит к тому, что ее кредитный рейтинг ограничивается кредитным рейтингом страны, в которой она находится; Euroclear могла бы иметь более высокий рейтинг, поскольку банк J. P. Morgan гарантирует ее платежи.

Clearstream Banking²⁷ возникла в результате слияния компаний Cedel из Люксембурга и DBC из Германии в январе 2000 г. Хотя владельцами Clearstream Banking также являются финансовые организации, в отличие от Euroclear большинство из них – европейские банки-кастоди (custodian banks).

SegaInterSettle (SIS)²⁸ – третий по величине и значению западноевропейский ICSD, основанный швейцарскими банками-кастоди. Его владелец – Swiss Financial Service Group. Но тот факт, что все владельцы SIS – банки одной страны, налагает некоторые ограничения на перспективы этой организации.

Учитывая опыт этих организаций, высказывались мысли, что AsiaSettle лучше создавать не как частную систему, что даст ей возможность получать поддержку со стороны правительств стран Азии и иметь более высокий кредитный рейтинг²⁹. Первым реальным шагом для создания AsiaSettle мог бы стать выпуск правительственных облигаций и обеспечение определенного минимального начального уровня потоков ценных бумаг через AsiaSettle, поскольку сами по себе азиатские рынки облигаций не очень большие.

Хотя проект AsiaSettle все еще находится на стадии обсуждения³⁰, опыт его разработки может быть полезен для других стран, которым необходимо выбирать между матричной моделью инфраструктуры (EuroClear) и сетевой (проект AsiaSettle). Учитывая различные условия и уровень развития в странах Азии, сетевая структура подходит более всего. Такая модель может быть

²⁶ Euroclear portal. The world's largest settlement system for securities transactions, covering both bonds and equities. – <http://www.euroclear.com/>.

²⁷ Clearstream Banking. – <http://www.clearstream.com/>.

²⁸ SegaInterSettle. – <http://www.sisclear.com/>.

²⁹ Oh G. Building a settlement infrastructure for the Asian bond markets: AsiaSettle / G. Oh, D. Park, J. Park, C. Rhee (paper presented at “Workshop on East Asia's strategy for regional and global financial cooperation” hosted by Asia Pacific School of Economic and Government, Australian National University and Northeast Asian Institute of Business and Economic Research, Korea University) on 11 October 2003. – P. 24. – <http://www.nira.go.jp/newsj/kanren/170/178/siryoun/pdf/7-3.pdf>.

³⁰ Парк Й.С. Новый строй в Азии: экономическое партнерство и создание азиатского рынка облигаций / Й.С. Парк // Денотариум. – 2006. – № 9 (43). – С. 11-13. – http://www.ndc.ru/common/img/uploaded/files/depo/43/11-13_korea.pdf.

использована для оптимизации инфраструктуры рынков ценных бумаг и в других странах с формирующимися и развивающимися финансовыми рынками.

В целом, фрагментированность рынков ценных бумаг – явление сложное и неоднозначное. В странах с формирующимися и развивающимися финансовыми рынками преобладает первичная фрагментированность, тормозящая развитие финансовых рынков и рынков ценных бумаг, обусловленная недостаточными информационными связями между участниками рынка и низким уровнем взаимного доверия между ними.

При этом сам по себе дефицит финансовых ресурсов еще не является препятствием для эффективного использования даже ограниченного капитала. Эти препятствия больше связаны именно с первичной фрагментированностью рынков ценных бумаг, а также с общим низким доверием между участниками таких рынков. А тенденция к корпоративному самофинансированию в недостаточно развитых экономических системах является основной причиной того, что и финансовые рынки, и рынки ценных бумаг в этих странах продолжают оставаться фрагментированными.

На развитых финансовых рынках возрастает вторичная фрагментированность, обусловленная характерными для конца XX – начала XXI в. тенденциями повышения значения сетевых структур и горизонтальных связей между участниками рынков.

3.2. Взаимозависимость развития финансового рынка и экономического роста

Основная особенность современной экономики – опережающий рост сервисного (третичного) сектора сравнительно с аграрным (первичным) и промышленным (вторичным). Несмотря на то, что сервисный сектор (в частности, кредитно-финансовые услуги) столь же древен, как экономика в целом, в постиндустриальную эпоху он приобрел особое значение, поскольку именно на финансовый рынок и на сферу финансовых услуг опирается современная экономическая система.

Говоря о взаимном влиянии развития финансового рынка и экономического роста, можно вспомнить оригинальную метафору, предложенную И. Шумпетером, описавшим взаимосвязи основанной на материальном производстве экономики и финансового рынка как взаимоотношения хозяина и его собаки. Хозяин (материальное производство) идет в нужном ему направлении, а собака реагирует на различные факторы окружающей среды и бежит то впереди хозяина, то позади. Но в конечном счете и собака, и хозяин приходят в одно и то же место, являющееся их общей целью.

Можно говорить о трех стадиях развития финансового рынка – на первой стадии однозначно доминировал производственный сектор экономики, а финансовый рынок был лишь надстройкой. На второй финансовый рынок и материаль-

ное производство развивались параллельно. На третьей, современной стадии, финансовый рынок начал явно доминировать, а его политика непосредственно влияет на производственный сектор экономики. Однако и на этой стадии финансовый рынок и сфера материального производства неразрывно связаны.

Вопрос относительно влияния финансового рынка (и его важного сегмента – рынка ценных бумаг) на экономическую систему и на экономический рост неоднозначен, и сформировалось два противоположных подхода. Один состоит в том, что развитие финансового рынка – важная предпосылка общего экономического роста, другой предполагает, что развитие финансовых рынков является следствием развития производственного сектора экономики.

Проблема влияния финансового рынка на развитие экономической системы рассматривается в работах многих авторов³¹, сторонников той либо иной позиции. Одни считают, что возрастание масштабов финансового рынка повышает эффективность экономической системы (А. Гельб, Р. Левин, М. Миллер, П. Руссо, Р. Силла, И. Шумпетер). Другие авторы (Э. Берглоф, П. Болтон, А.Э. Дворецкая, Я.Г. Миркин, Дж. Робинсон) считают, что состояние финансовых рынков является следствием, а не причиной общего экономического роста.

Достаточно распространено мнение, что увеличение объема и общей эффективности функционирования финансовой системы – существенное условие повышения уровня жизни и стабильного экономического развития. По мнению М. Миллера, значение состояния финансовых рынков для экономического роста настолько очевидно («too obvious for serious discussion»), что это вообще нет смысла обсуждать³².

Критическое отношение к такому подходу высказала Дж. Робинсон, отмечавшая, что развитие финансовых рынков – следствие общего экономического развития. Экономический рост сам по себе создает спрос на финансовые услуги, поэтому финансовый рынок не столько влияет на экономический рост, сколько реагирует на потребности производственного сектора экономики³³.

Компромиссной является точка зрения Р. Лукаса, по мнению которого развитые финансовые рынки имеют положительное влияние на экономический рост, но это влияние часто преувеличено³⁴. Реакцией на публикацию работы Р. Лукаса стала дискуссия, начатая статьями А. Гельба, П. Руссо и Р. Силла, а также Р. Кинга. В частности, А. Гельб отмечал, что существует

³¹ В русскоязычной литературе эту проблему подробно рассматривает Б.Б. Рубцов (Рубцов Б.Б. Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики / Б.Б. Рубцов. – http://www.mirkin.ru/_docs/Rub_evolfin.pdf.)

³² Miller M. Financial Markets and Economic Growth / M. Miller // Journal of Applied Corporate Finance. – 1998. – Vol. 11 (3). – P. 14. – <http://www.blackwell-synergy.com/doi/abs/10.1111/j.1745-6622.1998.tb00498.x>.

³³ Robinson J. The Generalization of the General Theory / J. Robinson // The Rate of Interest and Other Essays. – L.: MacMillan, 1952. – P. 82. – <http://www.questia.com/library/book/the-rate-of-interest-and-other-essays-by-joan-robinson.jsp>.

³⁴ Lucas R. On the Mechanics of Economic Development / R. Lucas // Journal of Monetary Economics. – 1988. – Vol. 22. – P. 6. – <http://qed.econ.queensu.ca/pub/faculty/lloyd-ellis/econ815/papers/lucas88.pdf>.

явная корреляция между показателями финансового развития и экономического роста³⁵.

П. Руссо и Р. Силла, проанализировав в контексте экономической истории закономерности экономического развития в 17 странах на протяжении XIX–XX вв., пришли к выводу, что первичным является развитие финансового рынка³⁶. Как отмечает П. Руссо в другой статье, исследования в контексте макроэкономики и в контексте экономической истории используют разные подходы, поскольку приверженцев макроэкономического подхода интересует вопрос, какое влияние имели финансовые факторы на экономический рост, а исследователи экономической истории считают, что ответ на этот вопрос очевиден, хотя на самом деле это не так³⁷. Через некоторое время были опубликованы исследования Р. Кинга и Р. Левина, а также других авторов³⁸, в которых показано, что в странах с развитыми финансовыми рынками отмечается более активный экономический рост.

Чтобы понять, как именно влияет финансовый рынок на экономическую систему, необходимо проанализировать сущность понятия «глубина финансового рынка» или «финансовая глубина» (financial depth). Это понятие было предложено группой аналитиков Мирового банка в конце 1980-х годов для отражения связи между насыщенностью экономики финансовыми ресурсами и темпами экономического роста.

Показателем глубины финансового рынка является монетизация (степень насыщенности денежными ресурсами хозяйственного оборота) – как отношение ликвидных обязательств финансовой системы к ВВП. Для измерения

³⁵ Gelb A. Financial policies, growth, and efficiency / A. Gelb // World Bank. Policy, Planning and Research Department working papers; no. WPS 202. – http://econ.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64165259&theSitePK=469372&piPK=64165421&menuPK=64166322&entityID=000009265_3960928003618.

³⁶ Rousseau P. Emerging Financial Markets and Early U.S. Growth / P. Rousseau, R. Sylla // NBER Working Paper No. 7448. – <http://www.papers.nber.org/papers/w7448>.

³⁷ Rousseau P. Historical Perspectives on Financial Development and Economic Growth / P. Rousseau // NBER Working Paper 9333, 2002. – www.nber.org/papers/w9333. – P. 3.

³⁸ King R. Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence / R. King, R. Levine // Journal of Monetary Economics. – 1993. – December. – Vol. 32. – № 3. – <http://www.sciencedirect.com/science/article/B6VBW-458XPFR-8/2/bf62014174980fc5de6904dcf1d6144e>; Demirgüç-Kunt A. Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts / A. Demirgüç-Kunt, R. Levine // World Bank. – 1995. – 64 p. – http://econ.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64165259&theSitePK=469372&piPK=64165421&menuPK=64166093&entityID=000009265_3961019111757;

Levine R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda / R. Levine // World Bank Working Paper № 1678. 1996. – 76 p. – <http://www.worldbank.org/html/dec/Publications/Workpapers/wps1678-abstract.html>; Levine R. Stock Markets, Banks, and Economic Growth / R. Levine, S. Zervos // World Bank, WP 1690. – 1998. www.worldbank.org/html/dec/Publications/Workpapers/wps1690-abstract.html; Beck T. Finance and the Sources of Growth / T. Beck, R. Levine, N. Loayza // World Bank WP 2057. – 1999. – www.worldbank.org/html/dec/Publications/Workpapers/wps2000series/wps2057/wps2057.pdf; King R. Finance and growth: Schumpeter might be right. Policy Research Working Paper 1083 / R. King, R. Levine. – World Bank, 1993. – 49 p. – http://econ.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64165259&theSitePK=469372&piPK=64165421&menuPK=64166093&entityID=000009265_3961004042036.

глубины финансового рынка используется как уровень объема денежного агрегата М2 относительно ВВП, так и уровень объема денежного агрегата М3 относительно ВВП.

В таблице 3.1 (см. приложение) приведено отношение денежных агрегатов М2 и М3 отдельных стран к ВВП (в %). Низкие уровни монетизации являются пренятствием для развития рынка ценных бумаг, поскольку вместе с увеличением глубины финансового рынка возникает потребность в формировании более ликвидных рынков ценных бумаг с большим объемом. А чем больше хозяйственная деятельность насыщена оборотом ценных бумаг, тем лучше развита система банков и небанковских участников рынка ценных бумаг³⁹. Зависимость развития рынков ценных бумаг от глубины финансового рынка показана на рис. 3.2. и 3.3⁴⁰.

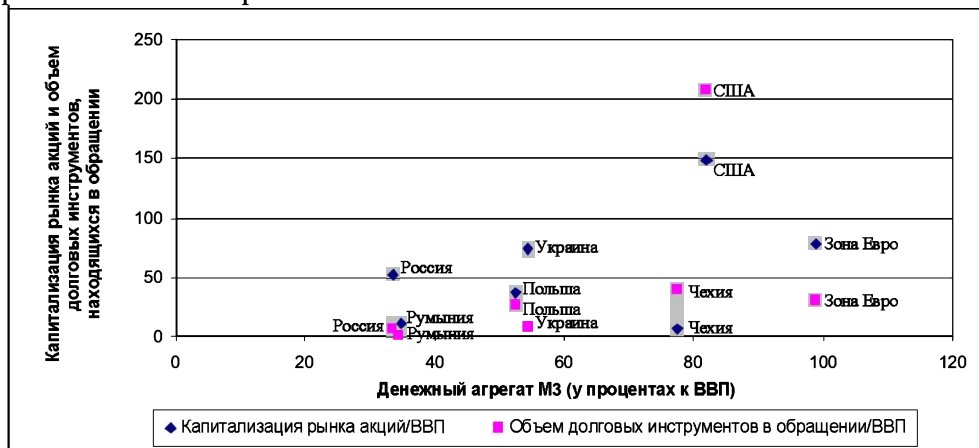


Рис. 3.2. Зависимость развития рынков ценных бумаг от глубины финансового рынка (2006 г.)

³⁹ Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / Я.М. Миркин. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – С. 251-255.

⁴⁰ Расчеты автора по статистическим данным: Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA). Securities Industry And Financial Markets Global Addendum 2007. – P. 16. – www.sifma.org/research/pdf/RRVol2-10.pdf; Михов Д.В. Инвестиционная привлекательность рынка облигаций Украины / Д.В. Михов // Облигационный Конгресс стран СНГ. – Баку, 2007. – С. 10. – <http://data.cbonds.info/bondcongress/cis-2007/pres/Mikhov.rar>; U.S. Federal Reserve Statistical Release. Monthly Historical Money Stock Tables. Table 1: Money Stock Measures. – www.federalreserve.gov/releases/h6/hist/h6hist1.htm; European Central Bank. Historical monetary statistics. – http://stats.ecb.europa.eu/stats/download/bsi_ma_historical/bsi_ma_historical.zip; Narodowy Bank Polski. Główny Urząd Statystyczny. Rachunki narodowe. Produkt krajowy brutto. – http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbr/gus/PUBL_pkb_1kw_2008_tablice.xls; České národní banka. Publikace měnové statistiky. – http://www.cnb.cz/cs/statistika/menova_bankovni_stat/menova_stat_publ/index.html; The World Federation of Exchanges Domestic Market Capitalization 2006. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2006/domestic-market-capitalization>; BIS Quarterly Review, June 2009 – http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0906.pdf.

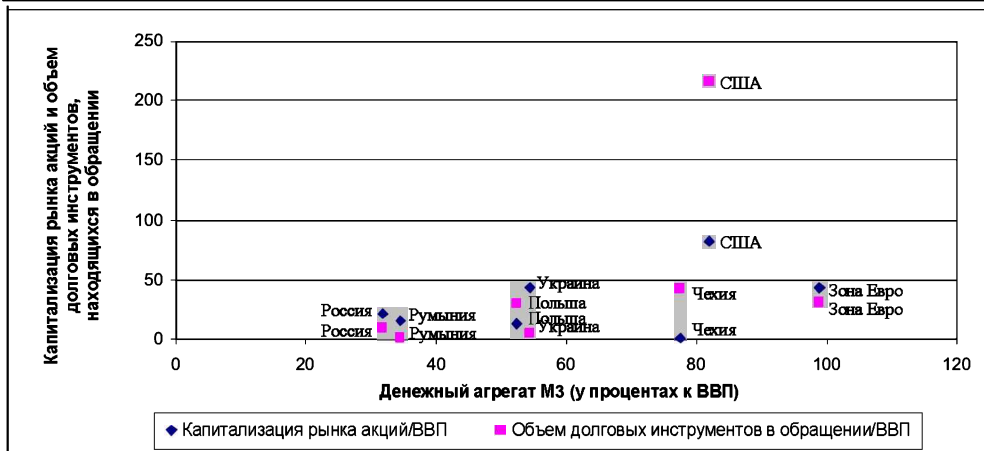


Рис. 3.3. Зависимость развития рынков ценных бумаг от глубины финансового рынка (2008 г.)

Можно отметить явную корреляцию между глубиной финансового рынка и темпами долгосрочного экономического роста. Зависимость между глубиной финансового рынка и экономическим ростом Р. Левин описывает формулой:

$$G(j) = a + bDEPTH + cX + u, \text{ где:}$$

$G(j)$ – реальный рост валового внутреннего продукта на душу населения за определенный период времени.

u – ошибочный срок (прогнозирование $G(j)$ на основе оценки $DEPTH$; ошибочным он назван по причине расхождения между фактической стоимостью независимой переменной и стоимостью, которую предусматривает уравнение регресса)⁴¹.

a – долгосрочный реальный экономический рост (на душу населения).

b – накопление капитала.

c – рост производительности.

X – матрица информации создания условий

$DEPTH$ – глубина финансового рынка (= ликвидная задолженность / валовой внутренний продукт)⁴².

По мнению Р. Левина, страны, повысившие коэффициент финансовой глубины от 0,2 (показатель, характерный для группы стран с низкими темпами экономического роста) до 0,6 (характерно для стран с высокими темпами экономического роста), могут обеспечить увеличение совокупного дохода на душу населения приблизительно на 1 % ежегодно.

Это достаточно большое увеличение, особенно если сравнить его с тем, что отличие в росте дохода на душу населения между странами с низкими

⁴¹ Levine R. More on Finance and Growth: More Finance, More Growth? / R. Levine // Federal Reserve bank of St. Louis. – 2003. – № 07-08. – P. 36. – <http://research.stlouisfed.org/publications/review/03/07/Levine.pdf>.

⁴² Levine R. More on Finance and Growth: More Finance, More Growth? / R. Levine // Federal Reserve bank of St. Louis. – 2003. – № 07-08. – P. 32. Table 1. – <http://research.stlouisfed.org/publications/review/03/07/Levine.pdf>.

темпами экономического роста и странами с высокими темпами экономического роста за 30 лет составляет 5 %⁴³.

Кроме того, исследования⁴⁴ показывают, что для развитых финансовых рынков целесообразно анализировать одновременно два компонента финансовой системы – банковскую систему и рынки ценных бумаг, что дает возможность оценить реальное влияние этих рынков на экономический рост и определять приоритетность в экономических реформах.

Р. Левин⁴⁵ считает, что повышение ликвидности фондовой биржи обеспечивает долгосрочный экономический рост (в частности, рост ликвидности фондовой биржи на 0,3 % обеспечивает рост ВВП на душу населения на 0,8 % ежегодно⁴⁶), хотя не все согласны с этим⁴⁷. Важное значение имеет и такой фактор, как конкуренция между банковской системой и рынком ценных бумаг, которая может стать сотрудничеством в том случае, если рынки ценных бумаг будут предоставлять услуги, которые не может предложить банковская система.

Проанализировав зависимость между развитием промышленности и финансового сектора в 1980-1990 гг., Р. Левин сравнил коэффициенты промышленного развития, капитализации, развития стандартов учета и пришел к выводу, что состояние финансового сектора имеет значительное влияние на промышленное и общеэкономическое развитие, поскольку это способствует привлечению предприятиями внешнего финансирования⁴⁸. По мнению аналитиков МВФ Б. Анаида и А. Галетовича, на сегодняшний день уже вполне достаточно доказательств, что развитие рынка ценных бумаг не только имеет явные корреляции с экономическим ростом, но и является причиной этого роста⁴⁹.

⁴³ Levine R. More on Finance and Growth: More Finance, More Growth? / R. Levine // Federal Reserve bank of St. Louis. – 2003. – № 07-08. – P. 33. – <http://research.stlouisfed.org/publications/review/03/07/Levine.pdf>.

⁴⁴ Atje R. Stock Markets and Development / R. Atje, B. Jovanovic // European Economic Review. – 1993. – № 37 (2-3). – P. 632-640; Levine R. Stock Markets, Banks, and Economic Growth / R. Levine, S. Zervos // American Economic Review. – 1998. – Vol. 88 (3). – P. 537-558. – <http://ideas.repec.org/a/aea/aecrev/v88y1998i3p537-58.html>.

⁴⁵ Levine R. Stock Markets, Growth, and Tax Policy / R. Levine // Journal of Finance. – 1991. – Vol. 46 (4). – P. 1445-1465.

⁴⁶ Levine R. More on Finance and Growth: More Finance, More Growth? / R. Levine // Federal Reserve bank of St. Louis. – 2003. – № 07-08. – P. 35. – <http://research.stlouisfed.org/publications/review/03/07/Levine.pdf>.

⁴⁷ Bhidé A. The Hidden Costs of Stock Market Liquidity / A. Bhidé // Journal of Financial Economics. – 1993. – Vol. 34 (1). – P. 31-51.

⁴⁸ Levine R. More on Finance and Growth: More Finance, More Growth? / R. Levine // Federal Reserve bank of St. Louis. – 2003. – № 07-08. – P. 41. Table 6. – <http://research.stlouisfed.org/publications/review/03/07/Levine.pdf>.

⁴⁹ Anand B. Investment Banking and Security Market Development: Does Finance Follow Industry / B. Anand, A. Galetovic // IMF Working paper WP/01/90/ – 2000. – P. 3. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp0190/pdf>.

Исследования Мирового банка и МВФ, проведенные в 87 странах, также доказывают наличие связи между состоянием финансовых рынков и долгосрочным экономическим ростом. В этих исследованиях использовались такие показатели, как отношения ликвидных обязательств к ВВП, отношение депозитов коммерческих банков в центральном банке к совокупному объему внутреннего кредита, отношение кредитов реального сектора экономики к ВВП⁵⁰. Достаточно показательным является анализ объема кредитов частному сектору в отношении к ВВП (рис. 3.4).

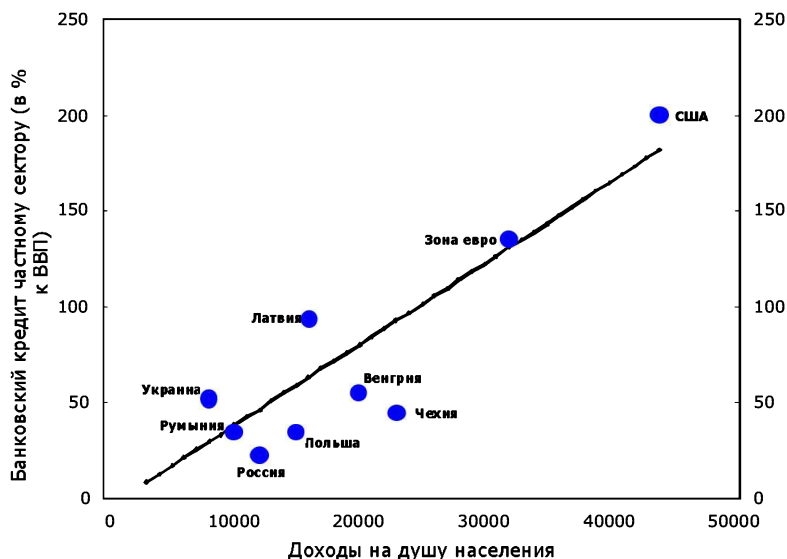


Рис. 3.4. Банковский кредит частному сектору и доходы на душу населения (2006 г.)⁵¹.

В странах Восточной Европы с формирующимися и развивающимися рынками с начала 1990-х годов темпы финансового развития значительно повысились. Основное значение в этом процессе имели банки, и банковский кредит остается важнейшей формой финансирования. Объемы банковского кредитования постоянно возрастали, и сейчас в большинстве стран его объемы соответствуют уровню доходов на душу населения. Очевидна связь разви-

⁵⁰ Финансирование роста: выбор методов в изменчивом мире / [Пер. с англ.]. – М.: Изд-во «Весь Мир», 2002. – С. 5-6; World Bank. Finance for Growth. World Bank Policy Research Report. – Washington, 2001. – http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/EXTPRS/EXTFINGRTH/0,,contentMDK:20325243~entityID:00094946_01052404084811~menuPK:477857~pagePK:64168098~piPK:64168032~theSitePK:477849,00.html; Международный валютный фонд (МВФ). Перспективы развития региональной экономики: Европа. Укрепление финансовых систем, ноябрь 2007 – <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/reo/eur/2007/ereol107r.pdf>.

⁵¹ International Monetary Fund (IMF). Regional Economic Outlook. Europe: Strengthening Financial Systems. Nov. 2007. – P.49. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2007/EUR/ENG/ereol107.pdf>.

тия финансовой системы и с таким показателем, как уровень доходов на душу населения, хотя эта связь неоднозначна, и большое значение в этом случае имеет стабильность макроэкономической политики.

Несомненно, важное значение имеет и развитость таких компонентов финансовой системы, как банки и институциональные инвесторы. Важным является вопрос, на что конкретно влияет состояние финансового сектора. В исследовании Т. Бека, Р. Левина и Н. Лоайзы проанализировано влияние финансовых посредников на норму сбережений, динамику инвестиций и производительность труда в 63 странах в 1960-1995 гг. Подтверждено влияние финансовых посредников и рынка финансовых услуг на возрастание ВВП на душу населения и увеличение производительности труда, хотя влияние финансовых посредников на инвестиции и изменения норм сбережений частного сектора не было выявлено⁵².

Вероятно, состояние финансового рынка влияет на экономическое развитие не столько за счет возрастания темпов накопления капитала, сколько благодаря общему повышению эффективности производства. Это объясняется тем, что, по мнению Дж. Хикса, само по себе технологическое развитие еще не гарантирует экономический рост, требуя значительных инвестиций с помощью механизмов финансового рынка, а также обеспечение ликвидности этих инвестиций⁵³.

В то же время, как отмечают Э. Берглоф и П. Болтон, эконометрическими исследованиями (в частности, для переходных экономик) не было выявлено статистически значимой зависимости между глубиной финансового рынка и экономическим ростом. Поэтому эти авторы критически относятся к идее положительного влияния состояния финансового рынка на общее развитие экономической системы, считая, что финансовый сектор имел незначительное значение при реструктуризации производственного сектора (в особенности в странах Восточной Европы с формирующимися и развивающимися рынками), а финансовая либерализация в таких странах лишь тормозила реальное развитие производственного сектора⁵⁴.

Только лишь повышение объемов операций на финансовом рынке не обеспечивает экономический рост. Важное значение имеет эффективность правовой системы в отношении защиты прав инвесторов. Поэтому можно считать, что, хотя развитие финансовой системы способствует общему экономическому росту, причинно-следственная связь между этими процессами имеет двусторонний характер и зависит в разных странах от совокупности специфических условий и факторов. Развитие финансового рынка и увеличе-

⁵² Beck T. Finance and the Sources of Growth / T. Beck, R. Levine, N. Loayza // Journal of Financial Economics. – 2000. – № 58. – P. 261-300. – <http://www.worldbank.org/html/dec/Publications/Workpapers/wps2000series/wps2057/wps2057.pdf>.

⁵³ Hicks J. A Theory of Economic History / J. Hicks. – Oxford: Clarendon Press, 1969. – P. 5-6.

⁵⁴ Berglof E. The Great Divide and Beyond: Financial Architecture in Transition / E. Berglof, P. Bolton // William Davidson Working Paper. – 2001. – № 414. – P. 2-3. – <http://www.wdi.umich.edu/files/Publications/WorkingPapers/wp414.pdf>.

ние его глубины будет приводить к общему экономическому росту только в том случае, если государственная регулятивная политика сможет реально обеспечить макроэкономическую стабильность.

В странах Западной Европы или Японии, традиционно ориентированных на финансирование экономики через банковскую систему, влияние финансового рынка на экономический рост меньше, чем в странах с англо-американскими традициями финансирования через рынок ценных бумаг. Еще меньше это влияние в странах с формирующимися и развивающимися финансовыми рынками.

Недостаточное развитие финансовых рынков в таких странах не означает, что эти рынки не влияют на экономический рост, даже если объемы инвестиций за счет финансового рынка составляют не более 10-12%. В таком случае выявить влияние финансового рынка на экономический рост эконометрическими методами действительно трудно. Однако после того, как объемы операций кредитования и финансирования возрастут и достигнут количественно нового уровня, стимулирующая роль развитого финансового рынка для экономического роста станет очевидной и для этих стран⁵⁵. Увеличение объемов операций на финансовых рынках отражает как возрастание совокупных доходов, так и увеличение потребности в инвестициях.

На формирующихся и развивающихся рынках важное значение имеет вопрос о взаимосвязях между инфляцией и глубиной финансового рынка. Распространено представление о линейной связи между инфляцией и глубиной финансового рынка, согласно которому возрастание инфляции всегда будет приводить к уменьшению глубины финансового рынка.

Для проверки этого предположения аналитики МВФ М. Хан и А. Сенхаджи посвятили отдельное исследование проблеме взаимосвязей между инфляцией и глубиной финансового рынка и проанализировали данные для 168 стран как с развитыми, так и с формирующимися и развивающимися финансовыми рынками за период с 1960 по 1999 гг., после чего пришли к выводу, что на самом деле связь между инфляционными процессами и глубиной финансового рынка неоднозначная и имеет нелинейную природу.

Нелинейность этой связи проявляется в том, что есть определенный пороговый уровень инфляции (порядка 3-6% в год), ниже которого инфляция имеет положительное влияние на глубину финансового рынка, а выше – отрицательное. Наличие такого порогового уровня доказывается на основе анализа статистического материала⁵⁶.

Подобные мысли уже высказывались раньше в работах Р. Барро⁵⁷,

⁵⁵ Дворецкая А.Е. Эффективный рынок капиталов и экономический рост / А.Е. Дворецкая // Финансы. – 2007. – № 3. – С. 3. – <http://law.edu.ru/article/article.asp?articleID=1261300>.

⁵⁶ Khan M.S. Inflation and Financial Depth / M.S. Khan, A.S. Senhadji // IMF Working paper WP/01/44. – 2001. – P. 1, 13. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp0144.pdf>.

⁵⁷ Barro R. Inflation and Economic Growth / R. Barro // Bank of England Quarterly Bulletin. – 1995. – P. 166-176.

Дж. Балларда и Дж. Китинга⁵⁸, а также С. Фишера⁵⁹, отмечавших, что инфляция, если ее уровень не превышает определенной величины, может иметь положительное влияние на экономический рост (в особенности в долгосрочной перспективе). В случае инфляции невысокого уровня она становится фактором, активизирующим финансовую систему и динамизм ее развития. Однако это касается развитых и стабильных экономических систем, которым в принципе свойственен невысокий уровень инфляции. Для менее развитых экономических систем (прежде всего, в странах с формирующимися и развивающимися финансовыми рынками) высокий уровень инфляции обычно неблагоприятно влияет на долгосрочный экономический рост.

Возрастание инфляции выше определенного уровня становится причиной ограничения кредитов, что приводит к уменьшению глубины финансового рынка, а в долгосрочной перспективе – к сокращению объемов реальной экономической деятельности. Именно этим объясняется отрицательное влияние высоких уровней инфляции на глубину финансового рынка. Если же инфляция не достигла порогового уровня, она стимулирует инвестиционный процесс, приводит к увеличению глубины финансового рынка и, вследствие этого, к активизации общего экономического роста. При этом именно финансовые рынки являются механизмом, обеспечивающим нелинейную связь между инфляцией и экономическим ростом.

Однако само по себе наличие в экономической системе определенного уровня инфляции еще нельзя считать фактором, определяющим экономический рост или спад. Поэтому корректирование уровня инфляции целесообразно проводить в соответствии со всей совокупностью условий конкретной экономической системы и других факторов, влияющих на экономический рост.

В целом же связь между состоянием финансового рынка и экономическим ростом по своей природе является двусторонней. С одной стороны, развитые финансовые рынки приводят к увеличению общего богатства экономически развитых стран. С другой – экономически развитые страны создают институциональные и правовые условия, способствующие развитию финансовых рынков. В этом смысле развитие финансовых рынков можно считать следствием общего экономического развития.

Очевидно, обе точки зрения по-своему справедливы, а их противоречивость исчезает в том случае, если отвлечься от дискуссии о причине или следствии и признать наличие двусторонней связи между состоянием финансового рынка и экономическим ростом, поскольку корректнее будет считать состояние финансовых рынков не причиной, а важной предпосылкой общего экономического роста.

Хотя развитие финансовой системы способствует общему экономическому росту, причинно-следственная связь между этими процессами, имеющая двусторонний характер, зависит в разных странах от совокупности спе-

⁵⁸ Bullard J. The Long-Run Relationship Between Inflation and Output in Postwar Economies / J. Bullard, J. Keating // Journal of Monetary Economics. – 1995. – Vol. 36. – P. 477-496.

⁵⁹ Fisher S. The Role of Macroeconomic Factors in Growth / S. Fisher // Journal of Monetary Economics. – 1993. – Vol. 32. – P. 485-512.

цифических условий и факторов, и поэтому влияние финансового рынка на экономический рост будет различным. Реальное влияние финансового рынка на экономическую систему начинается после достижения этим рынком достаточного уровня глубины и емкости, что можно было наблюдать на развитых финансовых рынках конца XX – начала XXI в. перед началом в 2008 году глобального финансового кризиса.

3.3. Формирование конвергентной модели финансового рынка

Исторически сформировалось две основные модели финансовых рынков: финансовая система, ориентированная на банковское финансирование (bank based financial system, так называемая континентальная модель), и финансовая система, ориентированная на рынок ценных бумаг (market based financial system, так называемая англо-американская модель).

Формирование двух моделей финансовых рынков началось еще в начале XIX в., когда во время активного промышленного развития возникла потребность в аккумуляции значительных финансовых ресурсов. В это время в Англии сложилась модель финансового рынка, в которой основным источником финансирования был рынок ценных бумаг, прежде всего акций. Такая модель воплотилась в принципах работы Лондонской биржи и в дальнейшем получила распространение в странах англо-американской правовой системы. В британской модели возникла сложная структура специализированных банков, но они не были основным источником финансирования промышленных предприятий на ранних этапах индустриализации.

Континентальная европейская модель возникла позже, в XIX веке, и в ней активную роль играло государственное регулирование; банковская система имела более простую структуру и принимала активное участие в финансировании промышленности. Это была централизованная, четко организованная и структурированная модель рынка, возникновение которой ассоциируется обычно с Францией и Германией⁶⁰. На ее формирование оказал влияние Коммерческий кодекс 1807 г. («Code de Commerce»), предоставивший монополию сделок на ценные бумаги биржевым маклерам. Высказывается мнение, что в эпоху завоеваний Наполеона эта модель централизованного рынка начала быстро распространяться по всей континентальной Европе⁶¹.

Однако если еще два десятилетия назад финансовые системы экономически развитых стран можно было четко разделять по этим двум моделям, то в конце XX – в начале XXI веков во многих европейских странах финансовые рынки начали приобретать черты англо-американской модели. Это связано с тем, что вследствие процессов экономической глобализации происходит по-

⁶⁰ Подробнее см.: Кравець В.М., Кравець О.В. Західноєвропейський банківський бізнес: становлення і сучасність / В.М. Кравець О.В. Кравець. – К.: Знання-прес, 2003. – С. 265-266.

⁶¹ Spieser P. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005. – P. 315-317, 478-488.

степенное сближение, конвергенция континентальной и англо-американской моделей финансовых рынков⁶².

Но отличия между ними все еще сохраняются, и вопрос о влиянии архитектуры финансового рынка на экономический рост для стран с формирующимися и развивающимися финансовыми рынками приобретает особую актуальность, поскольку от его решения зависит, будут ли эти страны ориентироваться на банковскую систему, либо развивать механизмы привлечения инвестиций с помощью рынка ценных бумаг.

Для англо-американской модели характерна ориентация на публичное размещение ценных бумаг и высокий уровень развития вторичного рынка, по объему значительно большего вторичного рынка стран континентальной Европы. Это имеет значение для соблюдения необходимого уровня ликвидности, однако приводит к распространению спекулятивных операций. Кроме того, собственность на акции обычно рассредоточена среди большого количества акционеров, что поддерживается хорошо развитой системой институциональных инвесторов. Такая структура собственности приводит к постепенному уменьшению значения банковских посредников. Там, где две модели интегрированы (например, в Японии), значение банковских и небанковских финансовых посредников приблизительно одинаковое.

Для континентальной модели финансового рынка характерен высокий уровень концентрации акционерных капиталов при небольшом количестве акционеров и непубличности размещения ценных бумаг, а вторичный рынок не так развит.

Финансирование предприятий с помощью эмиссии ценных бумаг имеет ряд существенных преимуществ сравнительно с банковским финансированием, поскольку создает больше стимулов для развития предпринимательства. Финансовые системы, ориентированные на рынок ценных бумаг, лучшее подходят для финансирования постиндустриальной экономики, когда в экономической системе начинается опережающее развитие сферы услуг и высоких технологий. Активы компаний, работающих в сфере услуг и высокотехнологических областях, преимущественно интеллектуальные и нематериальные, что усложняет выставление залога для получения банковского кредита. Поэтому считается, что для постиндустриальной экономики и развития инновационных высоких технологий лучше подходит финансирование с помощью рынка ценных бумаг.

Это касается также недавно созданных и динамично растущих компаний, которым банковская система дает значительно меньше шансов на получение финансирования. Например, на Франкфуртской фондовой бирже с 1960 по 1990 гг. средний возраст компаний, производивших IPO, составлял 57 лет,

⁶² Рубцов Б.Б. Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики / Б.Б. Рубцов. – http://www.mirkin.ru/_docs/Rub_evolfin.pdf.

что анахронизм для американских компаний, большинство из которых значительно младше⁶³.

Система финансирования, ориентирующаяся на развитый рынок ценных бумаг, оказывается более оперативной, а предприятия имеют больше свободы и меньше контролируются банками, однако они вынуждены рассчитывать только на собственные возможности в обеспечении финансирования. Если банки не соглашаются на финансирование определенного проекта, финансовые ресурсы можно получить с помощью эмиссии акций или размещения облигационного займа. Поэтому англо-американская модель считается более конкурентной и лучше приспособленной к финансированию проектов с высоким уровнем риска.

Финансирование приоритетных направлений экономического развития с помощью банковских кредитов (в рамках соответствующих государственных программ) было распространено в послевоенные годы, в особенности в Германии и Японии. Это привело к экономическому подъему в этих странах в 1950–60-е годы. В 1970-е годы ориентированные на банковское финансирование экономические системы Германии, Японии и Франции развивались намного быстрее, чем ориентированные на финансирование с помощью рынка ценных бумаг экономические системы США и Англии. Однако снижение темпов экономического роста в 1980-е годы привело к поиску новых источников финансирования в странах Западной Европы, одним из которых стал рынок ценных бумаг.

Банковское финансирование является более эффективным на ранних стадиях индустриализации во время создания капиталоемких областей производства, а также в относительно небольших, однородных и замкнутых экономических системах. Однако сегодня в странах с формирующимися и развивающимися финансовыми рынками не ставится цель развивать классическую индустриальную модель, а перспективным является развитие современной модели, характерной для экономически развитых стран, в которой возросло значение постиндустриального сектора экономики, ориентированного на финансирование с помощью рынка ценных бумаг. При этом необходимо учитывать и такой фактор, как постепенное уменьшение прибыльности материального производства и повышение значения рынков финансовых услуг.

Если продолжить сравнение банковского финансирования с финансированием через рынок ценных бумаг с системой институциональных инвесторов, можно отметить и другие преимущества второго способа финансирования. Банковская система чувствительна к системным рискам, поскольку банки имеют высокий уровень финансового левериджа. В том случае, если банковские кредиты не возвращаются, это может стать причиной не только банкротства отдельного банка, но и оттока средств с депозитных счетов и возникновения кризиса всей банковской системы.

⁶³ Rajan R. Banks and Markets: The Changing Character of European Finance / R. Rajan, L. Zingales. – <http://www.nber.org/papers/w9595>.

В странах, где происходили банковские кризисы, большой объем непогашенных кредитов может на длительное время парализовать финансовый сектор и всю экономическую систему. Огромные объемы кредитов, вероятность погашения которых очень низка, тормозят экономическую активность. Банки, отягощенные такими кредитами, в кризисные и посткризисные периоды балансируют на грани банкротства и не могут финансировать даже надежных заемщиков, а предприятия, не имеющие возможности взять кредиты для технологической модернизации, постепенно теряют конкурентные преимущества⁶⁴. Поскольку в таких условиях банки не могут в достаточной мере поддерживать недавно созданные компании, банковская система начинает тормозить инновации.

Кроме того, во время предоставления банковских кредитов большое значение приобретает субъективный фактор (как известно, часто решение о предоставлении кредита принимается на основании личных связей). А рынок ценных бумаг имеет гораздо большее количество участников, заинтересованных в объективной оценке кредитного риска, поэтому операции там происходят на конкурентной основе.

К тому же банки не всегда эффективно контролируют качество корпоративного управления, поскольку именно они часто являются держателями акций (или голосуют по акциям других акционеров), благодаря чему банки получают доступ к инсайдерской информации. Например, в Германии в начале 1990-х годов банковские менеджеры имели в среднем 61 % голосов (большинство из них – по доверенности) в 24 наибольших компаниях, а в 11 компаниях их часть превышала 75 %. На общих собраниях акционеров трех наибольших немецких банков количество голосов, переданных по доверенности (преимущественно менеджерам банков) было больше 80%. Deutsche Bank имел право голоса на 47 % собственных акций, Dresdner Bank – 59 %⁶⁵. Таким образом в Германии банковский менеджмент получает от владельцев акций право контроля не только над банками, но и над большинством немецких предприятий.

Еще одна проблема в работе банковской системы связана с тем, что во многих странах государство экономически поддерживает неприбыльные банки, что усиливает нестабильность банковской системы, поскольку при этом банки начинают вкладывать капиталы в более рискованные проекты, рассчитывая на помощь государства в случае возникновения критических ситуаций. Для рынка ценных бумаг такой проблемы нет, поскольку рыночные механизмы сами регулируют процесс финансирования рискованных проектов без участия государства.

⁶⁴ Ллиндси Б. Глобализация: повторение пройденного. Неопределенное будущее глобального капитализма / Б. Ллиндси. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – С. 224-227.

⁶⁵ Levine R. Finance and Growth: Theory and Evidence / R. Levine // NBER Working Paper 10766. – P. 31. – http://www.econ.brown.edu/fac/Ross_Levine/Publication/Forthcoming/Forth_Book_Durlauf_FinNGrowth.pdf.

Банковским системам присуща высокая концентрация капиталов. Несколько крупнейших банков являются монополистами, контролирующими большинство кредитов. Это препятствует оптимальному распределению ресурсов и экономическому развитию. Банки могут эффективно мобилизовать капитал, оценивать качество инвестиционных проектов и управлять рисками; они также снижают информационные и транзакционные затраты. Однако банки больше ориентированы на краткосрочные кредиты, чтобы таким образом уменьшить кредитный риск. Развитию долгосрочного кредитования способствует рынок ценных бумаг, в частности, система небанковских финансовых институтов, основными из которых являются институциональные инвесторы.

Несмотря на все это, у модели банковского финансирования немало сторонников, и они критически оценивают преимущества финансирования с помощью рынков ценных бумаг. В частности, Д. Стиглиц считает, что банки могут значительно лучше контролировать качество информации об участниках рынка⁶⁶. Кроме того, повышенная ликвидность капиталов на рынке ценных бумаг может иметь отрицательные социальные следствия, поскольку такая ликвидность способствует процессам слияния и поглощения компаний и ведет к чрезмерному обогащению лиц, проводящих спекулятивные операции с ценными бумагами. К тому же возможность быстро продавать высоколиквидные акции снижает стимулы для инвесторов решать вопросы улучшения корпоративного управления. А банковская модель финансирования (по мнению ее приверженцев) с помощью концентрации собственности обеспечивает повышение качества корпоративного управления и препятствует возможным попыткам менеджеров действовать вопреки интересам акционеров⁶⁷.

Иногда высказывается мнение, что дискуссии о том, какая модель финансовой системы лучше – банковская или ориентированная на рынок ценных бумаг, – вообще не имеют смысла. Поскольку и банки, и рынки ценных бумаг предоставляют похожие финансовые услуги, ни первая, ни вторая модель не имеет реальных преимуществ, а важным является общий уровень развития финансовой системы и финансовых услуг⁶⁸.

Это подтвердило исследование, которое провели Т. Бек, А. Демиргуч-Кунт, Р. Левин и В. Максимович, проанализировав данные для отдельных компаний 33 стран, для отраслей экономики 34 стран и для государства в целом (по 48 странам). Использование эконометрических методов и системы индикаторов для определения связей между типом финансовой структуры и

⁶⁶ Stiglitz J. Credit Markets and the Control of Capital / J. Stiglitz // Journal of Money, Credit and Banking. – 1985. – № 17. – P. 133-152.

⁶⁷ Shleifer A. Breach of Trust in Hostile Takeover: Corporate Takeovers: Causes and Consequences / A. Shleifer, L. Summers [Ed. A. Auerbach]. – Chicago: Chicago Univ. Press, 1988. – P. 33-56. – <http://www.nber.org/hooks/auer88-1>.

⁶⁸ Boyd J. The Evolution of Debt and Equity Markets in Economic Development / J. Boyd, B.D. Smith // Economic Theory. – 1998. – № 12 (3) – P. 519-560. – <http://ideas.repec.org/a/spr/joeeth/v12y1998i3p519-560.html>.

экономическим развитием подтвердило, что ни одна из двух систем не имеет преимуществ.

Поэтому отличия между странами по типу финансовой системы еще не дают возможности объяснить разницу в темпах экономического роста. Действительно важное значение имеет общий уровень развития финансовой системы, а также эффективность защиты прав инвесторов, и потому можно считать, что именно правовая система имеет реальное влияние на финансовый рынок, а через него – на экономику⁶⁹. А взаимосвязанное развитие правовой и регулятивной систем дает возможность развиваться рынку финансовых услуг.

В таком случае рынок ценных бумаг может весьма эффективно дополнять систему банковского кредитования и взаимодействовать с ней. Например, в США крупнейший в мире финансовый рынок вполне успешно взаимодействует с такой же крупнейшей банковской системой. Страны, в которых финансовая система ориентируется не только на банковское кредитование, а источники финансирования диверсифицированы, имеют меньшие потери во время финансовых кризисов.

Таким образом, происходит постепенная конвергенция двух основных моделей финансового рынка, предполагающая взаимодействие банковского кредитования и финансирования с помощью выпуска ценных бумаг. Поэтому в странах, где традиционно преобладала континентальная банковская модель, начали активно развиваться рынок ценных бумаг и система институциональных инвесторов.

Продолжение этой тенденции можно видеть и в первом десятилетии XXI века в создании интегрированных финансовых институтов – универсальных финансовых холдингов, объединяющих в своей работе и банковское кредитование, и финансирование с помощью рынка ценных бумаг, что приводит к возникновению финансовых систем смешанного типа. В европейских странах проявлениями этой тенденции является рост объемов финансирования с помощью рынка ценных бумаг сравнительно с банковским финансированием.

В странах с формирующимися и развивающимися финансовыми рынками конвергенция двух моделей приводит к тому, что (хотя банки все еще

⁶⁹ Beck T. Financial Structures and Economic Development: Firm, Industry and Country Evidence / T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, R. Levine. – World Bank, 2000. – P. 3, 39. – http://econ.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64165259&piPK=64165421&theSitePK=469372&menuPK=64216926&entityID=000094946_00090905311346; Levine R. Stock Markets, Banks, and Economic Growth / R. Levine, S. Zervos // American Economic Review. – 1998. – Vol. 88 (3). – P. 537-558. – <http://ideas.repec.org/a/aea/aecrev/v88y1998i3p537-58.html>; Levine R. Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better? / R. Levine. – <http://ideas.repec.org/p/wdi/papers/2002-442.html>; Demirgüç-Kunt A. Funding growth systems in bank-based and market-based financial systems: evidence from firm-level data / A. Demirgüç-Kunt, V. Maksimovic // Journal of Financial Economics. – 2002. – 65 (3). – P. 337-363. – http://econ.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64165259&piPK=64165421&theSitePK=469372&menuPK=64216926&entityID=000094946_00091305311184; Beck T. New Firm Formation and Industry Growth: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter? / T. Beck, R. Levine. – <http://ideas.repec.org/p/wdi/papers/2002-442.html>.

имеют господствующее значение) рынки ценных бумаг дают возможность снизить потенциально вредные последствия чрезмерного влияния банков. В таких странах целесообразно дальнейшее развитие конвергентной модели, что отражает общемировую тенденцию к интеграции двух моделей и дает возможность использовать преимущества обеих. Подобные финансовые системы будут более диверсифицированными, поэтому они смогут иметь большую конкурентоспособность, что даст возможность эффективнее распределять риски и направлять ресурсы в наиболее перспективные сектора экономики, имеющие наибольший потенциал роста.

3.4. Возрастание значения институциональных инвесторов на рынках ценных бумаг

За последние десятилетия значительно увеличился инвестиционный потенциал институциональных инвесторов – страховых компаний, пенсионных фондов, инвестиционных фондов, аккумулирующих сбережения индивидуальных инвесторов и трансформирующих их в инвестиционные ресурсы. Возрастанию значения институциональных инвесторов способствовали, с одной стороны, такие новые тенденции на рынках ценных бумаг, как значительное упрощение доступа индивидуальных инвесторов к этим рынкам, распространение сетевых структур, общее развитие методов финансовых операций и большая надежность финансового рынка в целом; с другой стороны – повышение доходов населения во многих странах мира, создавшее мотивацию к инвестированию сбережений.

Следствием развития финансовых систем стало уменьшение проблем информационной асимметрии, поскольку деятельность небанковских участников финансовых рынков стала более прозрачной⁷⁰. Это привело к быстрому росту в 1990-е годы активов институциональных инвесторов, увеличению количества и улучшению ликвидности предлагаемых ими финансовых инструментов, а также общему возрастанию популярности небанковских финансовых посредников по сравнению с банковскими депозитами.

Институциональные инвесторы предлагают более эффективное управление инвестиционными ресурсами, что не могут обеспечить индивидуальные инвесторы по причине отсутствия необходимых профессиональных навыков и опыта. Это управление обеспечивает диверсификацию рисков с помощью вложения средств индивидуальных инвесторов в различные инструменты финансового рынка. Кроме того, институциональные инвесторы, аккумулируя сбережения мелких инвесторов, накапливают значительные ресурсы, что дает возможность снизить затраты на проведение операций на рынке ценных бумаг.

⁷⁰ Edwards F. The Decline of Traditional Banking: Implications for Financial Stability and Regulatory Policy / F. Edwards, F. Mishkin // Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review. – 1995. – Vol. 1. № 2. – P. 27-45.

Институциональные инвесторы стали реальными конкурентами банков в инвестиционных процессах на рынках ценных бумаг. И хотя банки сохраняют лидирующее значение, отмечается тенденция к возрастанию роли институциональных инвесторов на рынках ценных бумаг (рис. 3.5) (Приложение, таблица 3.2).

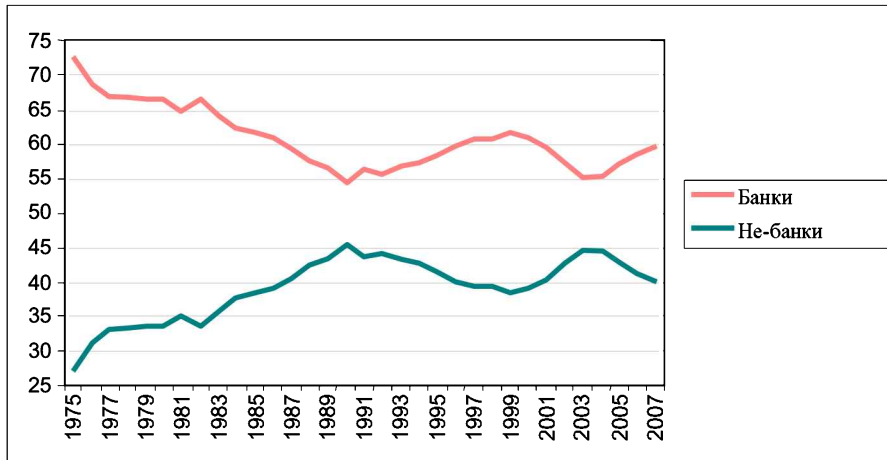


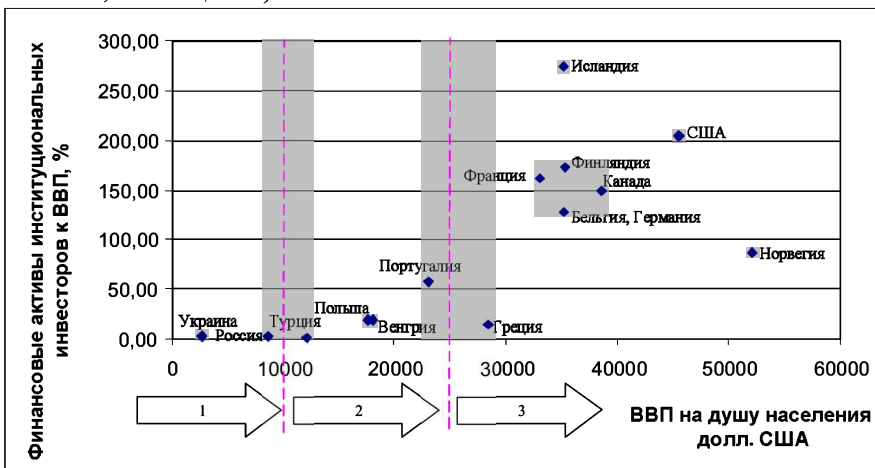
Рис. 3.5. Динамика перераспределения кредитования нефинансовых предприятий США между банковским и небанковским сектором, 1975–2007 гг. (в процентах к итогу)⁷¹.

Если в США в 1860 г. банки контролировали 71,4 % всех финансовых ресурсов, а в 1939 г. – 51,2 %, то в 1970 г. – 31 %, в 1999 г. – 24 %, в 2007 г. – 18,1 %. При этом активы сберегательных банков, работающих с вкладами частных лиц, сократились еще больше – почти в 5 раз⁷².

⁷¹ Cole R. A. Bank and Nonbank Competition for Small Business Credit: Evidence from the 1987 and 1993 National Surveys of Small Business Finances / R. A. Cole, J. D. Wolken, R. L. Woodburn // Federal Reserve Bulletin. – November. – 1996. – <http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/1996/1196lead.pdf>; U.S. Federal Reserve. Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstanding, 1975-1984. – <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a1975-1984.pdf>; U.S. Federal Reserve. Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstanding, 1985-1994. – <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a1985-1994.pdf>; U.S. Federal Reserve. Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstanding, 1995-2004. – <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a1995-2004.pdf>; Federal Reserve System (FRS) of USA. Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstanding, 2005-2007. – <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a2005-2007.pdf>.

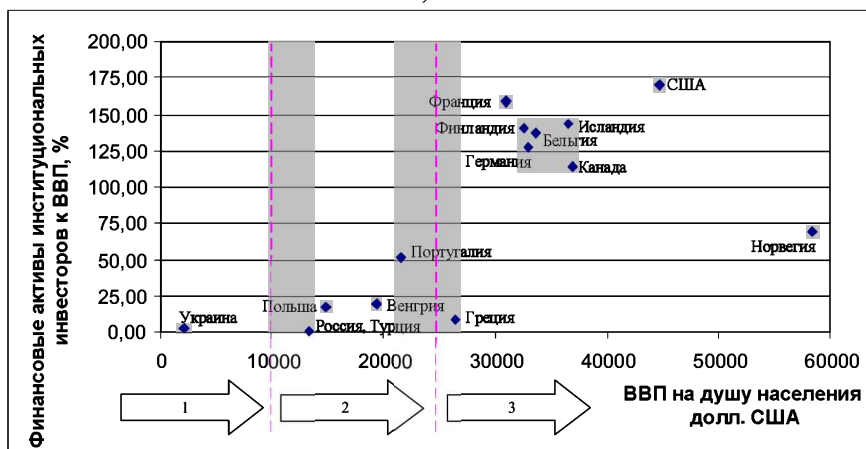
⁷² Экономика США / [Под ред. В. Б. Супяна]. – СПб.: Питер, 2003. – С. 46; U.S. Federal Reserve. Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstanding, 1965-1974. – <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a1965-1974.pdf>; U.S. Federal Reserve. Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstanding, 1975-1984. – <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a1975-1984.pdf>; U.S. Federal Reserve. Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstanding, 1985-1994. – <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a1985-1994.pdf>; U.S. Federal Reserve. Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstanding, 1995-2004. – <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a1995-2004.pdf>; U.S. Federal Reserve. Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstanding, 2005-2007. – <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a2005-2007.pdf>.

Важным показателем инвестиционного потенциала институциональных инвесторов является отношение их финансовых активов к ВВП (рис. 3.6, 3.7; приложение, таблица 3.3)⁷³.



1 – формирующиеся и развивающиеся рынки; 2 – развитые рынки; 3 – зрелые рынки

Рис. 3.6. Отношение финансовых активов институциональных инвесторов к ВВП, 2006 г.



1 – формирующиеся и развивающиеся рынки; 2 – развитые рынки; 3 – зрелые рынки

Рис. 3.7. Отношение финансовых активов институциональных инвесторов к ВВП, 2008 г.

⁷³ International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. September 2004. – С. 200. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2004/02/pdf/statappx.pdf>. International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. April 2009. – С. 190. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/01/index.htm>; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD) Gross domestic product. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=MEI_FIN; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Institutional investors' assets. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=MEI_FIN; Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг. Річні звіти. – <http://www.dfp.gov.ua/742.html>; The Central Bank of Iceland. The Exchange Rate Index. – <http://www.sedlabanki.is/default.aspx?PageID=183>; Magyar Nemzeti Bank. Query Official Daily Exchange Rates. – <http://english.mnb.hu/engine.aspx?page=arfolyamlekerdez>.

Удельный вес нефинансовых активов в структуре активов институциональных инвесторов в различных странах зависит от степени развития финансового рынка. Для стран с развивающимися рынками, в которых из-за отсутствия свободного выбора финансовых инструментов существенно ограничены возможности диверсификации портфеля активов, доля нефинансовых может достигать порядка 4 % валюты баланса, а в странах с развитыми рынками их объем редко превышает 1 % всех активов. При этом доля нефинансовых активов в страховых компаниях достигает 3,5 %.

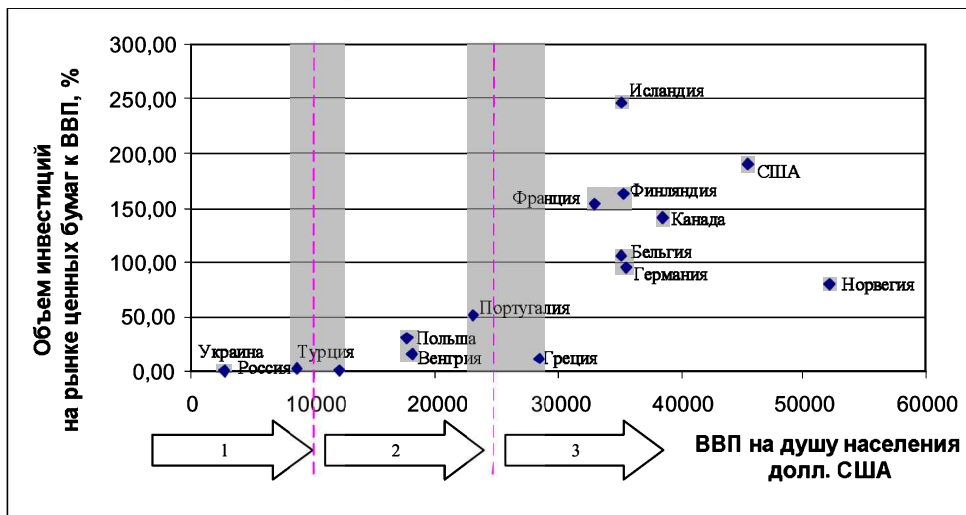
В докризисный период в странах с развитыми финансовыми рынками объем активов институциональных инвесторов достигал более 200 % ВВП в США, более 150 % во Франции, Финляндии, Канаде. В 2008 г. отмечалось общее снижение уровня этого показателя, но общая тенденция распределения стран осталась той же.

В целом институциональные инвесторы стали в конце XX в. крупнейшими участниками рынка ценных бумаг, о чем свидетельствует такой показатель, как *объем инвестиций институциональных инвесторов на рынках ценных бумаг*. Если исходить из того, что акции и облигации являются основными инвестиционными инструментами институциональных инвесторов (в активах крупнейших пенсионных и инвестиционных фондов преобладают акции, страховых компаний – облигации и другие инструменты с фиксированным доходом), можно рассчитать уровень инвестиций институциональных инвесторов на рынках ценных бумаг (отношение общего объема инвестиций институциональных инвесторов в акции, облигации и другие инструменты с фиксированным доходом к сумме капитализации рынка акций и объема облигаций, находящихся в обращении). Объем инвестиций институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг в 2006 и 2008 гг. (в отношении к ВВП) показан на рис. 3.8 и 3.9 (см. также Приложение, таблица 3.4)⁷⁴.

Объем инвестиций институциональных инвесторов на рынках ценных бумаг (в США – 43 %, Франции – 33 %, Германии – 17 %) зависит от типа финансовой системы, ориентированной либо на банковское финансирование, либо на рынок ценных бумаг. В странах с формирующимися и развивающимися рынками объем инвестиций институциональных инвесторов на рынках ценных бумаг существенно отстает от объема банковского кредита частному сектору, поэтому институциональные инвесторы как участники рынка ценных бумаг имеют недостаточное значение. Активизация деятельности институциональных инвесторов будет существенно влиять на развитие финансовых

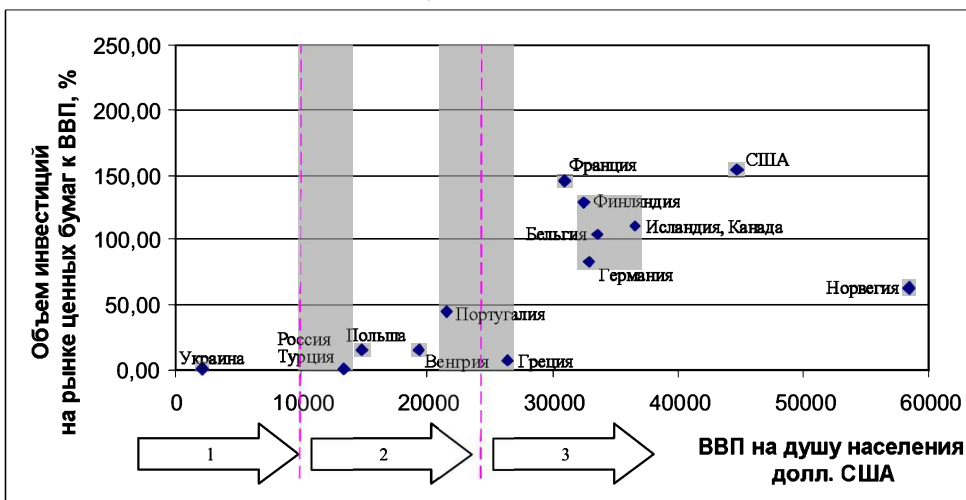
⁷⁴ International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. September 2004. – С. 200. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2004/02/pdf/statappx.pdf>. International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. April 2009. – С. 190. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/01/index.htm>; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD) Gross domestic product. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=MEI_FIN; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Institutional investors assets. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=MEI_FIN; Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг. Річні звіти. – <http://www.dfp.gov.ua/742.html>.

рынков в том случае, если их потенциал достигает определенной критической величины (например, для пенсионных фондов объем активов в 20 % ВВП или же владение 20 % акций на рынках ценных бумаг)⁷⁵.



1 – формирующиеся и развивающиеся рынки; 2 – развитые рынки; 3 – зрелые рынки

Рис. 3.8. Отношение инвестиций институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг к ВВП, 2006 г.



1 – формирующиеся и развивающиеся рынки; 2 – развитые рынки; 3 – зрелые рынки

Рис. 3.9. Отношение инвестиций институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг к ВВП, 2008 г.

Рассмотрим инвестиционный потенциал институциональных инвесторов по их видам. Инвестиционная функция *страховых компаний* во второй

⁷⁵ Vittas D. Pension Reform and Capital Market Development «Feasibility» and «Impact» Preconditions / D. Vittas. – P. 9. – http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=632485.

половине XX ст. начала преобладать над базовой страховой функцией (возмещение материальных убытков) (рис. 3.10). В отличие от страховых компаний в странах с развитыми финансовыми рынками, где они получают доход преимущественно от инвестирования на рынке ценных бумаг, на формирующихся и развивающихся рынках основной доход этих компаний связан не с инвестициями, а с самим страхованием. К тому же на этих рынках значительная часть страховых контрактов заключается предприятиями для оптимизации налогообложения прибыли.

Среди страховых компаний основное значение как инвесторы имеют компании страхования жизни, поскольку продолжительный срок таких страховых контрактов дает возможность вложить полученные средства в долгосрочные финансовые инструменты.

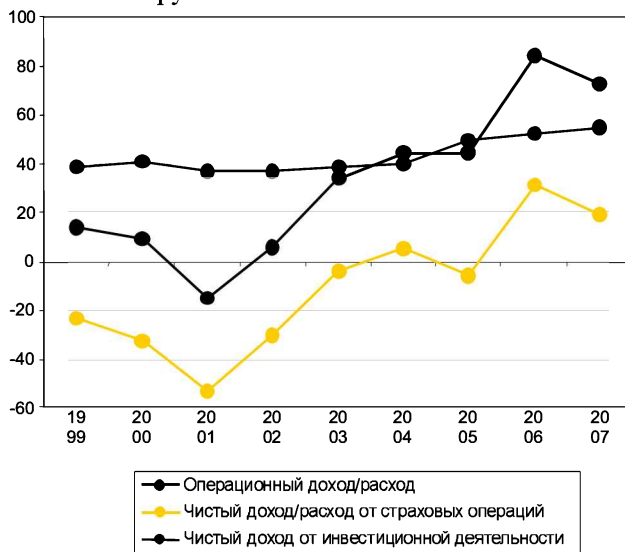
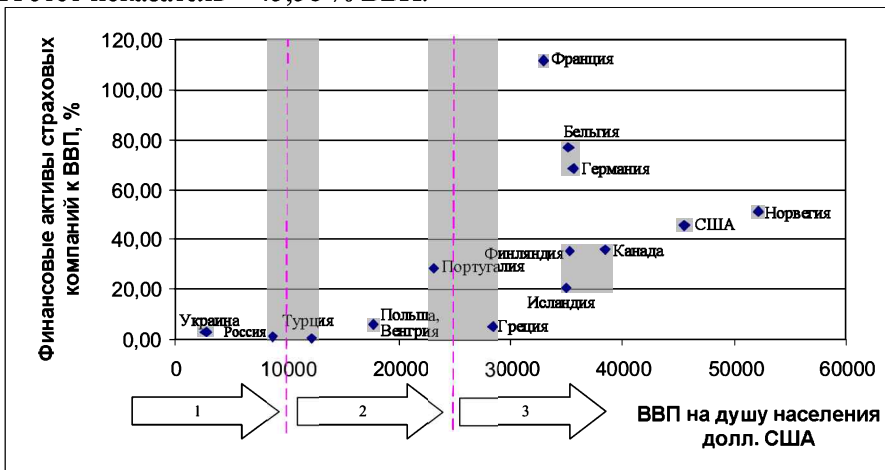


Рис. 3.10. Анализ дохода страховых компаний США в 1999-2007 гг.
(млрд. долл. США)⁷⁶

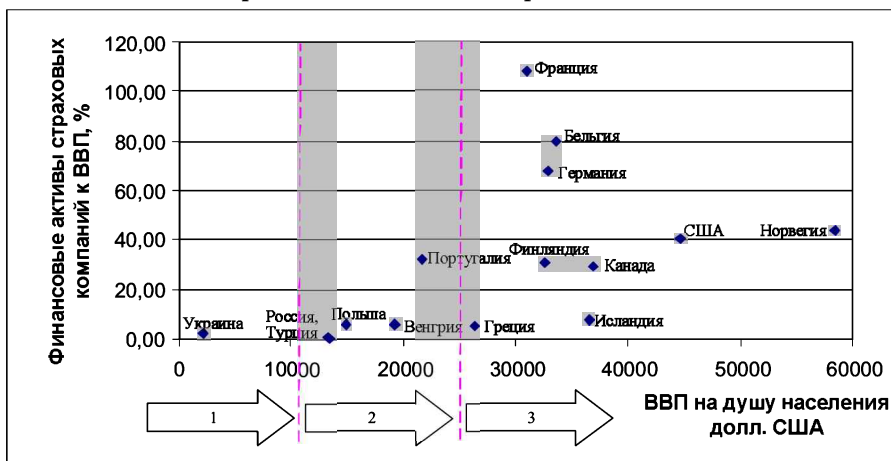
⁷⁶ Insurance Information Institute. Industry Financials and Outlook. 1999 – Year End Results. – <http://www.iii.org/media/industry/financials/1999endofyear/>; Insurance Information Institute. Industry Financials and Outlook. 2000 – Year End Results. – <http://www.iii.org/media/industry/financials/2000yearend/>; Insurance Information Institute. Industry Financials and Outlook. 2001 – Year End Results. – <http://www.iii.org/media/industry/financials/2001yearend/>; Insurance Information Institute. Industry Financials and Outlook. 2002 – Year End Results. – <http://www.iii.org/media/industry/financials/2002yearend/>; Insurance Information Institute. Industry Financials and Outlook. 2003 – Year End Results. – <http://www.iii.org/media/industry/financials/2003yearend/>; Insurance Information Institute. Industry Financials and Outlook. 2004 – Year End Results. – <http://www.iii.org/media/industry/financials/2004yearend/>; Insurance Information Institute. Industry Financials and Outlook. 2005 – Year End Results. – <http://www.iii.org/media/industry/financials/2005yearend/>; Insurance Information Institute. Industry Financials and Outlook. 2006 – Year End Results. – <http://www.iii.org/media/industry/financials/2006yearend/>; Insurance Information Institute. Industry Financials and Outlook. 2007 – Year End Results. – <http://www.iii.org/media/industry/financials/2007yearend/>.

На рис. 3.11 и 3.12⁷⁷ (Приложение, табл. 3.5) приведены данные, показывающие отношение общего объема финансовых активов страховых компаний к ВВП. В странах с развитыми финансовыми рынками отношение финансовых активов страховых компаний к ВВП может достигать 90 % (91,44 % во Франции, 66,70 в Бельгии, 63,68 % в Нидерландах, 62,08 % в Германии). В США этот показатель – 45,58 % ВВП.



1 – формирующиеся и развивающиеся рынки; 2 – развитые рынки; 3 – зрелые рынки

Рис. 3.11. Отношение финансовых активов страховых компаний к ВВП, 2006 г.

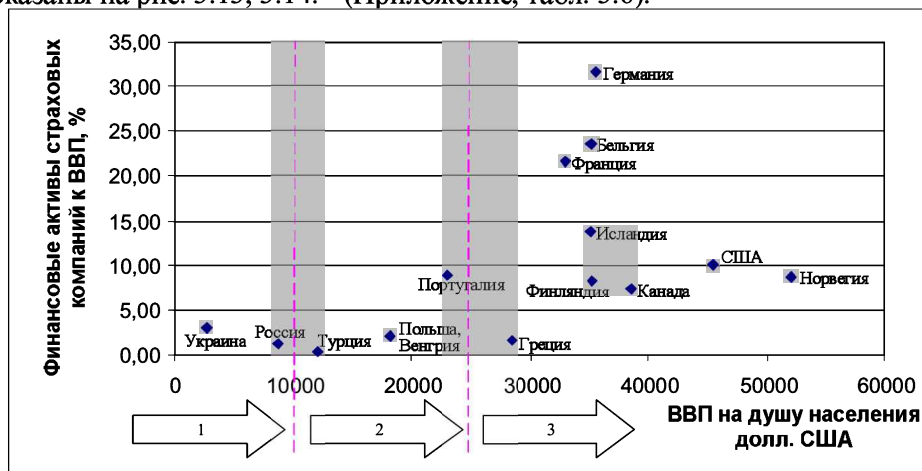


1 – формирующиеся и развивающиеся рынки; 2 – развитые рынки; 3 – зрелые рынки

Рис. 3.12. Отношение финансовых активов страховых компаний к ВВП, 2008 г.

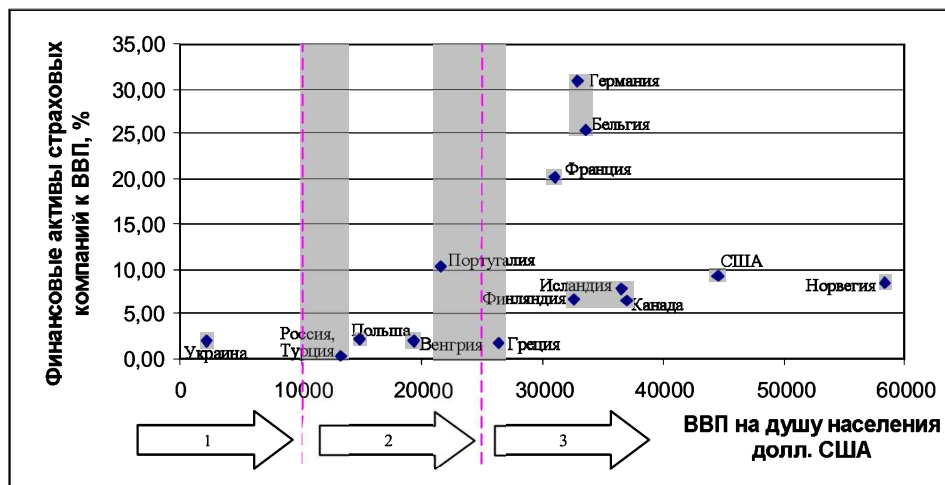
⁷⁷ International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. September 2004. – С. 200. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2004/02/pdf/statappx.pdf>; International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. April 2009. – С. 190. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/01/index.htm>; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD) Gross domestic product. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=MEI_FIN; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Institutional investors assets. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=MEI_FIN; Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг. Річні звіти. – <http://www.dfp.gov.ua/742.html>; The Central Bank of Iceland. The Exchange Rate Index. – <http://www.sedlabanki.is/default.aspx?PageID=183>; Magyar Nemzeti Bank. Query Official Daily Exchange Rates. – <http://english.mnb.hu/engine.aspx?page=arfolyamlekerdezés>.

Данные об объеме финансовых активов компаний страхования рисков показаны на рис. 3.13, 3.14.⁷⁸ (Приложение, табл. 3.6).



1 – формирующиеся и развивающиеся рынки; 2 – развитые рынки; 3 – зрелые рынки

Рис. 3.13. Отношение финансовых активов компаний рискованного страхования к ВВП, 2006 г.



1 – формирующиеся и развивающиеся рынки; 2 – развитые рынки; 3 – зрелые рынки

Рис. 3.14. Отношение финансовых активов компаний рискованного страхования к ВВП, 2008 г.

⁷⁸ International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. September 2004. – С. 200. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2004/02/pdf/statappx.pdf>.
International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. April 2009. – С. 190. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/01/index.htm>; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD) Gross domestic product. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=MEI_FIN; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Institutional investors assets. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=MEI_FIN; Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг. Річні звіти. – <http://www.dfp.gov.ua/742.html>; The Central Bank of Iceland. The Exchange Rate Index. – <http://www.sedlabanki.is/default.aspx?PageID=183>; Magyar Nemzeti Bank. Query Official Daily Exchange Rates. – <http://english.mnb.hu/engine.aspx?page=arfolyamlekerdezés>.

В странах с формирующимися и развивающимися финансовыми рынками, в частности в большинстве постсоветских государств, больше развито страхование рисков (рис. 3.15). На развитых финансовых рынках доминирующим является страхование жизни.

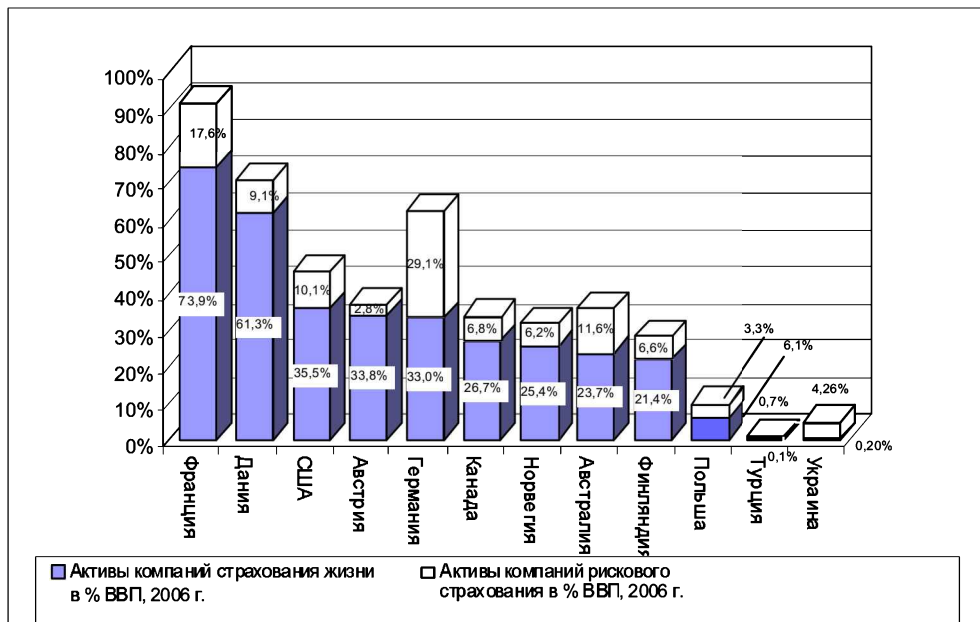


Рис. 3.15. Активы компаний страхования жизни и рискового страхования (в % к ВВП), 2006 г.⁷⁹.

Объем финансовых активов компаний страхования жизни показан на рис. 3.16, 3.17⁸⁰ (Приложение, табл. 3.7).

⁷⁹ Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). OECD Statistics (GDP, unemployment, income, population, labour). – <http://stats.oecd.org/WBOS/index.aspx>; IMF. World Economic Outlook Database. April 2008. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/weo-data/index.aspx>; Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг. Звіт про роботу державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України за 2007 рік. – С. 79. – http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/zvit_dfp_2007.pdf; Доклад о развитии страхового рынка России в 2006-2007 гг. – С. 10. – http://www.fssn.ru/www/site.nsf/web/doc_30072008134625.html; ТОП рейтинг страховщиков жизни. – http://insurancetop.com/top/uallife/2006/Life_Premii_9_2006; <http://insurancetop.com/top/uanonlife/2006/12/active>.

⁸⁰ International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. September 2004. – С. 200. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2004/02/pdf/statappx.pdf>.

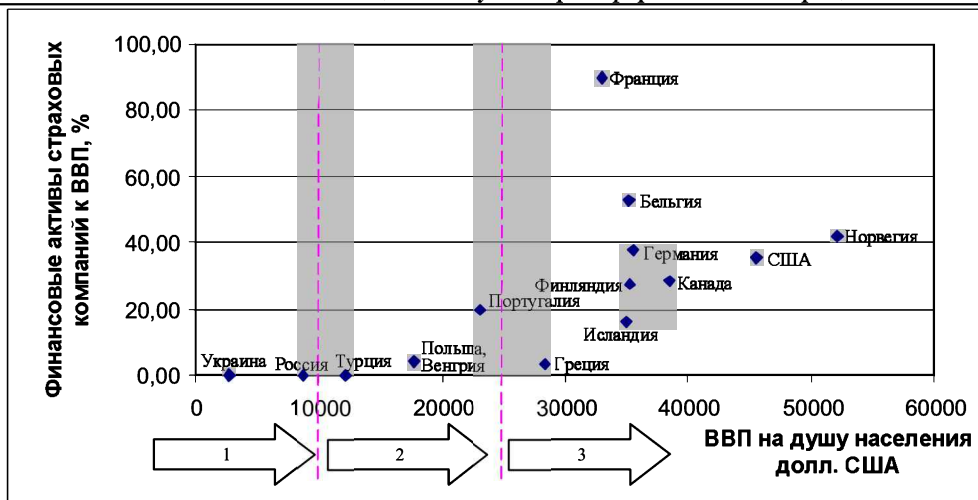


Рис. 3.16. Отношение финансовых активов компаний страхования жизни к ВВП, 2006 г.

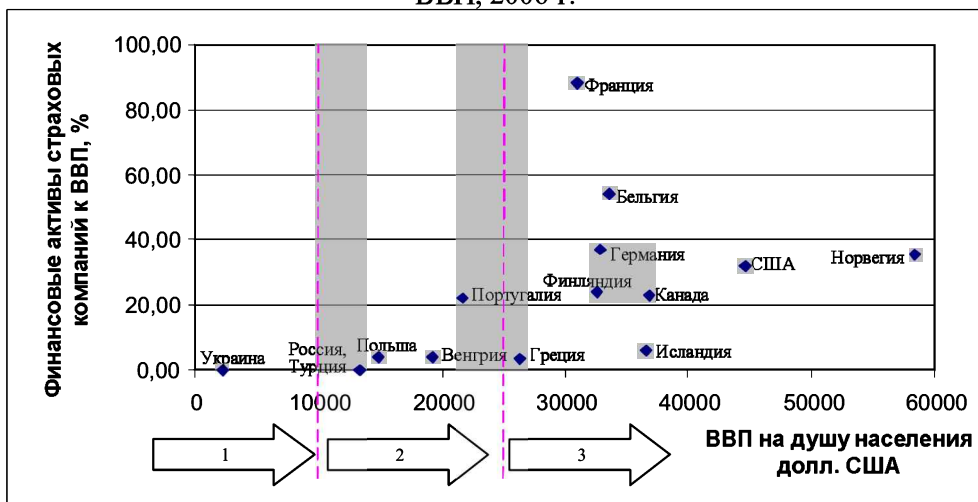
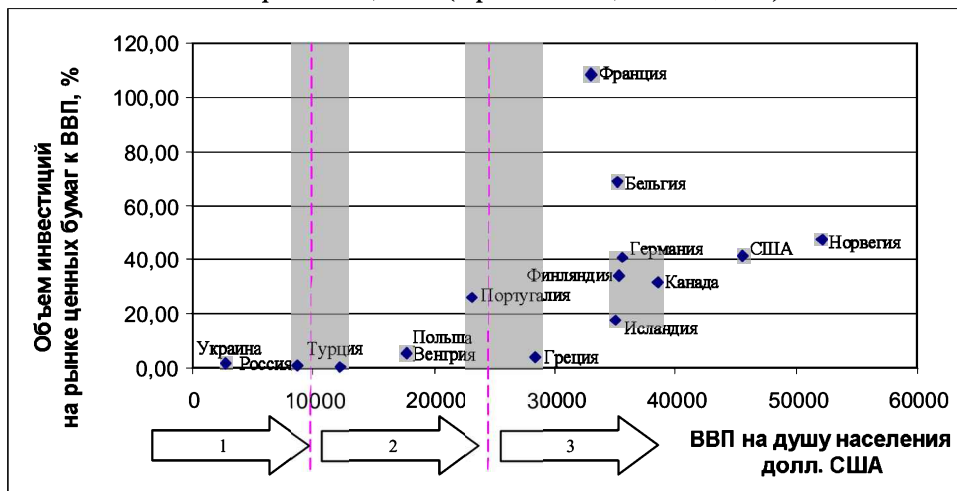


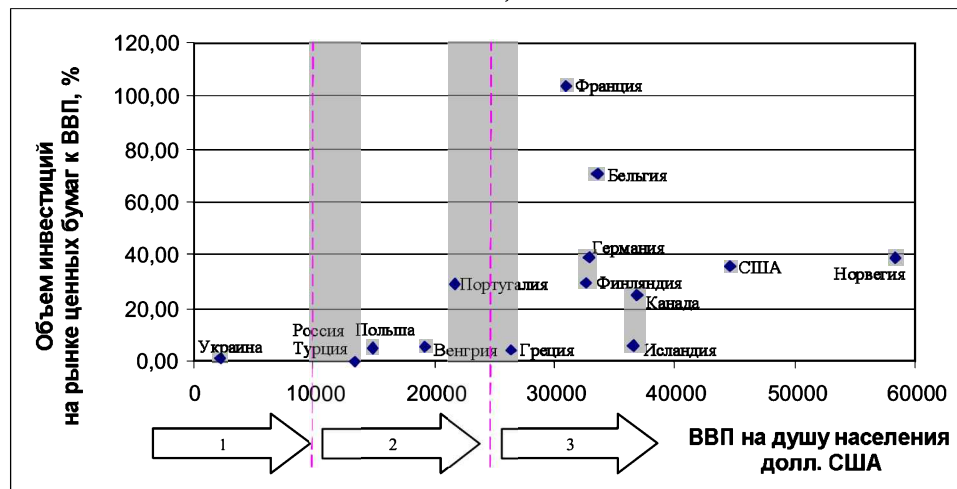
Рис. 3.17. Отношение финансовых активов компаний страхования жизни к ВВП, 2008 г.

International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. April 2009. – С. 190. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/01/index.htm>; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD) Gross domestic product. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=MEI_FIN; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Institutional investors assets. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=MEI_FIN; Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг. Річні звіти. – <http://www.dfp.gov.ua/742.html>; The Central Bank of Iceland. The Exchange Rate Index. – <http://www.sedlabanki.is/default.aspx?PageID=183>; Magyar Nemzeti Bank. Query Official Daily Exchange Rates. – <http://english.mnb.hu/engine.aspx?page=arfolyamlekerdez>; Федеральная служба страхового надзора. Доклад о развитии страхового рынка России в 2006-2007 гг. – http://www.fsn.ru/www/site.nsf/web/doc_30072008134625.html; Лига страховых организаций Украины. Страхование жизни. – http://www.uainsur.com/ua/insurance_market_analysis/lifeins.

Объем инвестиций страховых компаний на рынке ценных бумаг в 2006 и 2008 гг. показан на рис. 3.18, 3.19 (Приложение, таблица 3.8)⁸¹.



1 – формирующиеся и развивающиеся рынки; 2 – развитые рынки; 3 – зрелые рынки
Рис. 3.18. Отношение инвестиций страховых компаний на рынке ценных бумаг к ВВП, 2006 г.



1 – формирующиеся и развивающиеся рынки; 2 – развитые рынки; 3 – зрелые рынки
Рис. 3.19. Отношение инвестиций страховых компаний на рынке ценных бумаг к ВВП, 2008 г.

⁸¹ International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. September 2004. – С. 200. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2004/02/pdf/statappx.pdf>. International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. April 2009. – С. 190. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/01/index.htm>; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD) Gross domestic product. – <http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=MEI.FIN>; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Institutional investors assets. – <http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=MEI.FIN>; Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг. Річні звіти. – <http://www.dfp.gov.ua/742.html>; The Central Bank of Iceland. The Exchange Rate Index. – <http://www.sedlabanki.is/default.aspx?PageID=183>; Magyar Nemzeti Bank. Query Official Daily Exchange Rates. – <http://english.mnb.hu/engine.aspx?page=arfolyamlekerdezés>.

Негосударственные пенсионные фонды первоначально возникли в странах с англо-американской пенсионной системой (Англия, США, Канада), но в конце XX в. они распространились и в других странах, в том числе европейских. В Западной Европе традиционно преобладало пенсионное обеспечение через страховые компании. Уровень распространения услуг НПФ зависит не только от уровня общего экономического развития страны, но и от типа пенсионной системы, сформировавшейся вследствие совокупности исторических причин. В странах со зрелыми рынками финансовые активы НПФ могут превышать объем ВВП (рис. 3.20, 3.21.⁸²; Приложение, табл. 3.10). Объем инвестиций НПФ на рынках ценных бумаг показан на рис. 3.22, 3.23.⁸³; Приложение, табл. 3.10.

Финансовые активы *инвестиционных фондов* (рис. 3.24, 3.25⁸⁴; Приложение, таблица 3.11), наиболее интенсивно развивавшихся в 1990-е годы, составляют до 70% ВВП в США, около 50% в Германии, Исландии, Канаде, Финляндии, Франции.

⁸² International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. September 2004. – С. 200. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2004/02/pdf/statappx.pdf>.

International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. April 2009. – С. 190. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/01/index.htm>; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD) Gross domestic product. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=MEI_FIN; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Institutional investors assets. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=MEI_FIN; Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг. Річні звіти. – <http://www.dfp.gov.ua/742.html>; The Central Bank of Iceland. The Exchange Rate Index. – <http://www.sedlabanki.is/default.aspx?PageID=183>; Magyar Nemzeti Bank. Query Official Daily Exchange Rates. – <http://english.mnb.hu/engine.aspx?page=arfolyamlekerdez>.

⁸³ International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. September 2004. – С. 200. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2004/02/pdf/statappx.pdf>. International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. April 2009. – С. 190. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/01/index.htm>; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD) Gross domestic product. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=MEI_FIN; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Institutional investors assets. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=MEI_FIN; Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг. Річні звіти. – <http://www.dfp.gov.ua/742.html>; The Central Bank of Iceland. The Exchange Rate Index. – <http://www.sedlabanki.is/default.aspx?PageID=183>; Magyar Nemzeti Bank. Query Official Daily Exchange Rates. – <http://english.mnb.hu/engine.aspx?page=arfolyamlekerdez>.

⁸⁴ International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. September 2004. – С. 200. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2004/02/pdf/statappx.pdf>. International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. April 2009. – С. 190. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/01/index.htm>; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD) Gross domestic product. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=MEI_FIN; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Institutional investors assets. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=MEI_FIN; Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг. Річні звіти. – <http://www.dfp.gov.ua/742.html>; The Central Bank of Iceland. The Exchange Rate Index. – <http://www.sedlabanki.is/default.aspx?PageID=183>; Magyar Nemzeti Bank. Query Official Daily Exchange Rates. – <http://english.mnb.hu/engine.aspx?page=arfolyamlekerdez>.

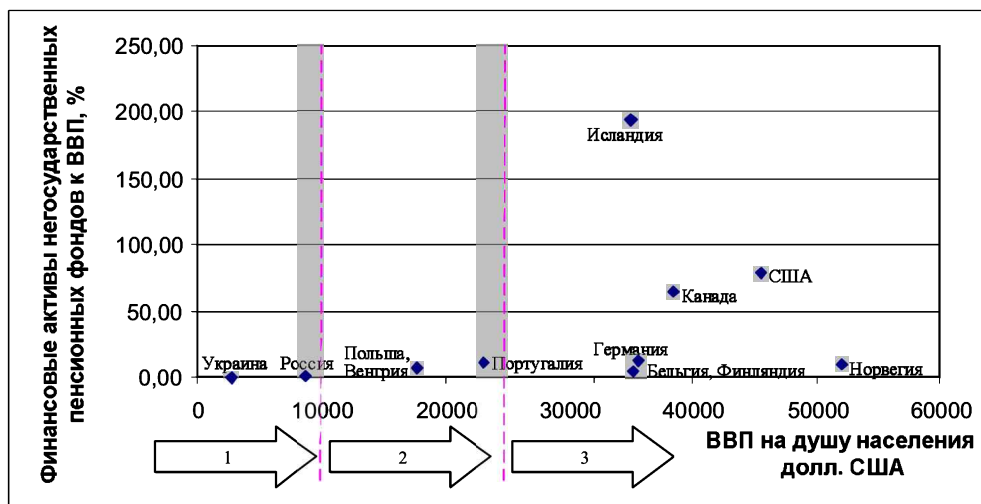


Рис. 3.20. Отношение финансовых активов негосударственных пенсионных фондов к ВВП, 2006 г.

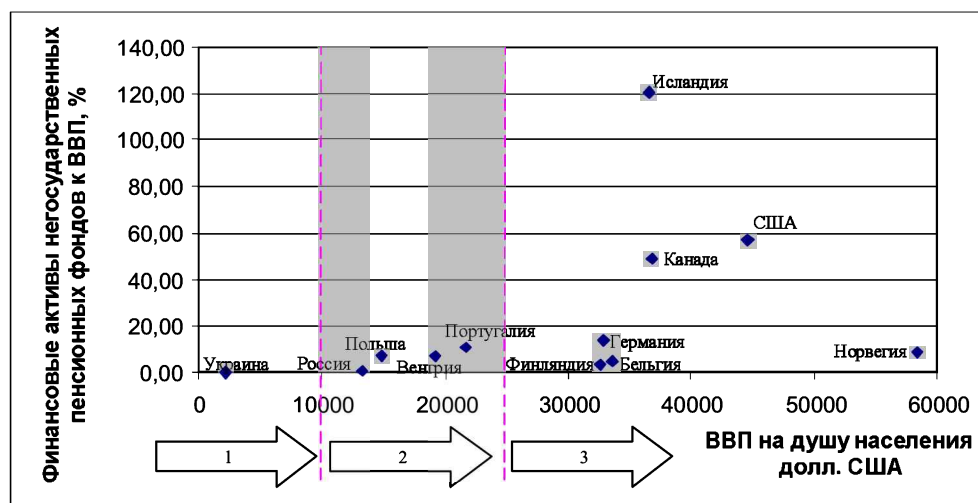
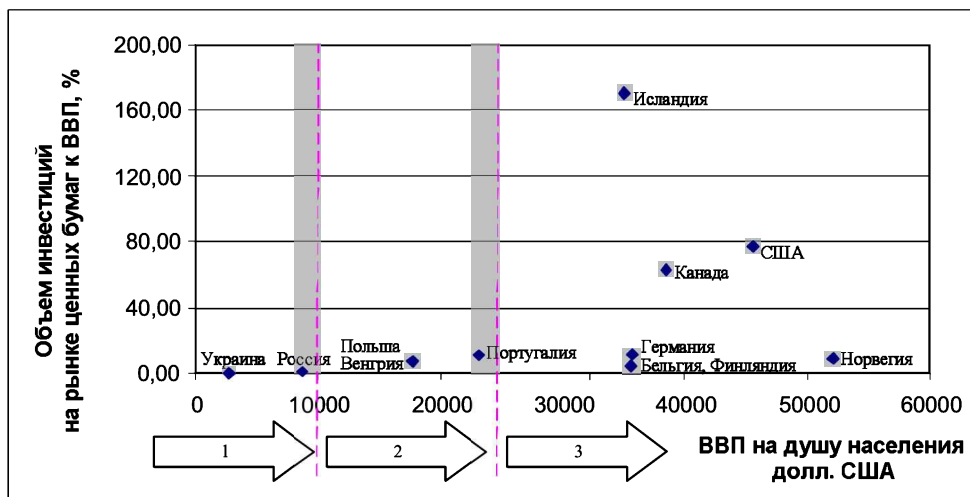
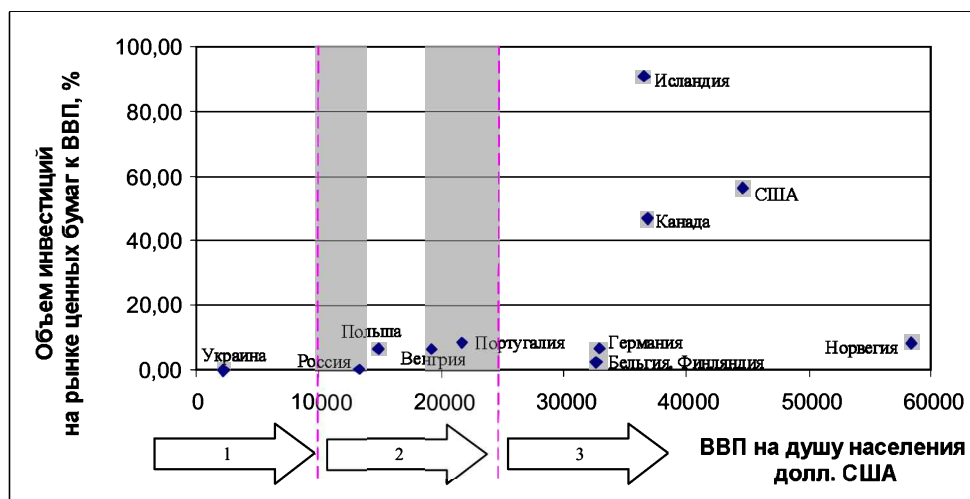


Рис. 3.21. Отношение финансовых активов негосударственных пенсионных фондов к ВВП, 2008 г.



1 – формирующиеся и развивающиеся рынки; 2 – развитые рынки; 3 – зрелые рынки

Рис. 3.22. Отношение инвестиций негосударственных пенсионных фондов на рынке ценных бумаг к ВВП, 2006 г.



1 – формирующиеся и развивающиеся рынки; 2 – развитые рынки; 3 – зрелые рынки

Рис. 3.23. Отношение инвестиций негосударственных пенсионных фондов на рынке ценных бумаг к ВВП, 2008 г.

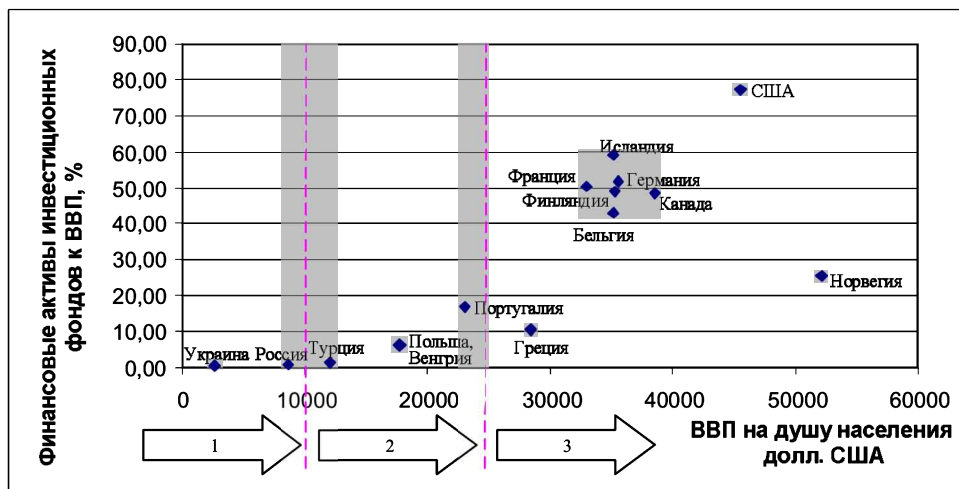


Рис. 3.24. Отношение финансовых активов инвестиционных фондов к ВВП, 2006 г.

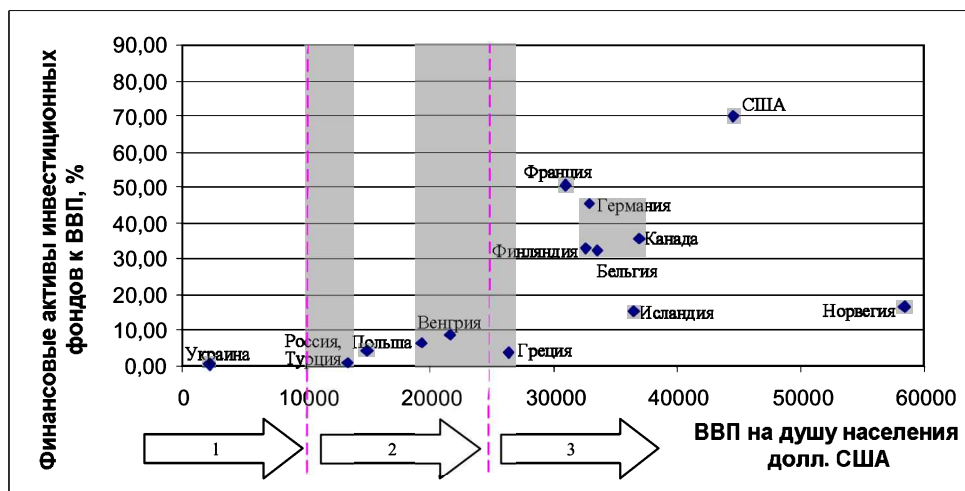
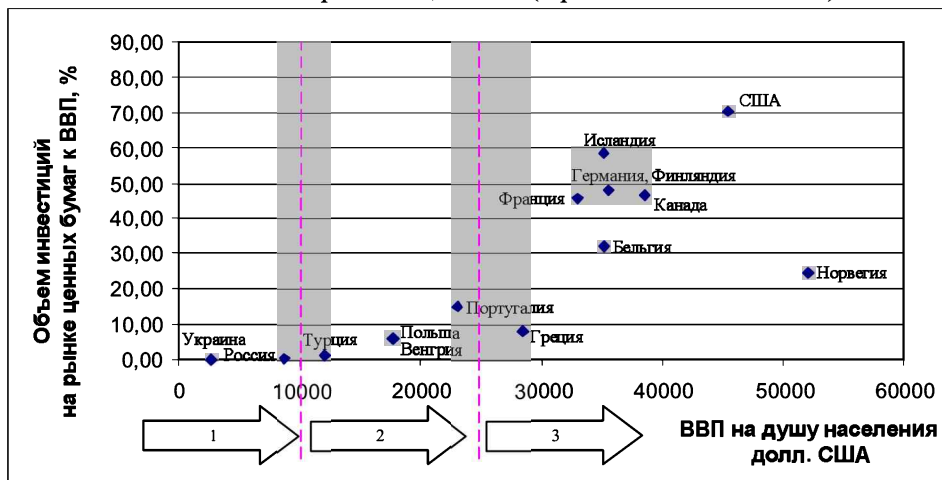


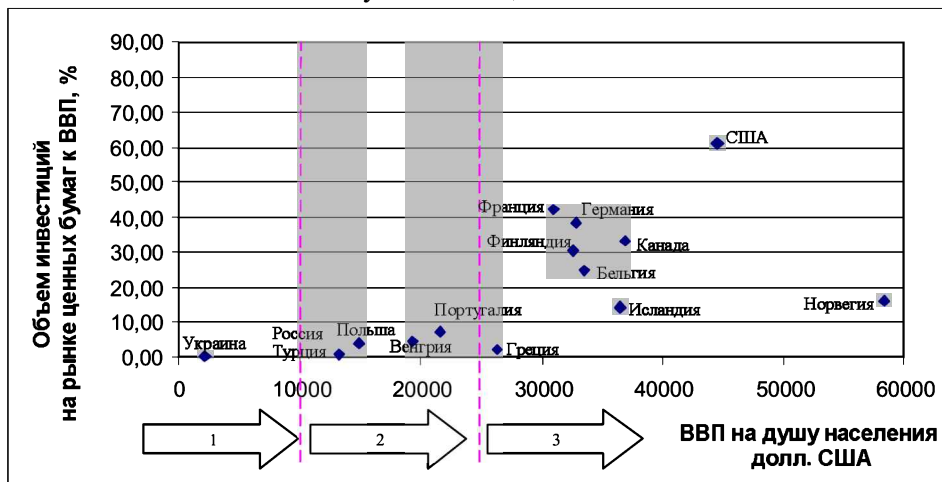
Рис. 3.25. Отношение финансовых активов инвестиционных фондов к ВВП, 2008 г.

Объем инвестиций инвестиционных фондов на рынках ценных бумаг в 2006 и 2008 гг. показан на рис. 3.26, 3.27.⁸⁵ (Приложение табл. 3.12).



1 – формирующиеся и развивающиеся рынки; 2 – развитые рынки; 3 – зрелые рынки

Рис. 3.26. Отношение инвестиций инвестиционных фондов на рынке ценных бумаг к ВВП, 2006 г.



1 – формирующиеся и развивающиеся рынки; 2 – развитые рынки; 3 – зрелые рынки

Рис. 3.27. Отношение инвестиций инвестиционных фондов на рынке ценных бумаг к ВВП, 2008 г.

⁸⁵ International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. September 2004. – С. 200. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2004/02/pdf/statappx.pdf>. International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. April 2009. – С. 190. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/01/index.htm>; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD) Gross domestic product. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=MEI_FIN; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Institutional investors assets. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=MEI_FIN; Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг. Річні звіти. – <http://www.dfp.gov.ua/742.html>; The Central Bank of Iceland. The Exchange Rate Index. – <http://www.sedlabanki.is/default.aspx?PageID=183>; Magyar Nemzeti Bank. Query Official Daily Exchange Rates. – <http://english.mnb.hu/engine.aspx?page=arfolyamlekerdez>.

На формирующихся и развивающихся финансовых рынках значительная часть инвестиционных фондов – закрытые венчурные фонды, создаваемые в интересах отдельных финансово-промышленных групп. На развитых финансовых рынках закрытых фондов значительно меньше – в США в 2006 г. им принадлежало только 2,8 % от общего объема активов инвестиционных фондов, в странах Европы – в среднем 21,3 %.⁸⁶ Поэтому на формирующихся и развивающихся финансовых рынках инвестиционные фонды в их сегодняшней форме лишь условно могут быть названы инструментами коллективного инвестирования, ориентированными на аккумуляцию финансовых ресурсов мелких инвесторов.

На практике эти фонды используются для крупного оптового инвестирования, и такая тенденция усиливается, что объясняется стремлением инвесторов контролировать свои вклады в таких фондах, создаваемых обычно финансово-промышленными группами с целью диверсификации источников финансирования собственных проектов и обеспечения механизма оптимального налогообложения.

В целом общемировой долгосрочной тенденцией являются высокие темпы роста инвестиционной активности институциональных инвесторов, поэтому они будут иметь все большее влияние на развитие рынков ценных бумаг. Опыт стран с формирующимися и развивающимися рынками (например, стран Латинской Америки и Восточной Европы) подтверждает, что развитие системы институциональных инвесторов (с помощью проведения пенсионной реформы и создания негосударственных пенсионных фондов) активизировало развитие финансового рынка этих стран.

⁸⁶ Українська асоціація інвестиційного бізнесу. Аналітичний огляд ринку спільного інвестування у 2007 році. – С. 5. – http://www.uaib.com.ua/files/articles/418/32_4.pdf; Українська асоціація інвестиційного бізнесу. Аналітичний огляд ринку спільного інвестування у 4 кварталі 2008 року. – С. 4. – http://www.uaib.com.ua/analituaib/analytics/kvartal_anal.html.

Часть 4.

Регулирование рынков ценных бумаг

4.1. Модернизация системы государственного регулирования

Процессы глобализации финансовой деятельности, а также трансформации на финансовых рынках последних десятилетий привели к усложнению структуры этих рынков и, вследствие этого, к потребности усовершенствования их регулирования. Экономическое значение либерализации и демократизации финансовых рынков очевидно, однако эти тенденции создают повышенную нестабильность рынка. И хотя конкуренция и свободный доступ участников на финансовый рынок являются ключевыми понятиями рыночной экономики, участвовавшие кризисы свидетельствуют о том, что либерализация рынков не была соответствующим образом скомпенсирована модернизацией системы государственного регулирования.

В пресс-релизе Комитета европейских регуляторов рынков ценных бумаг (The Committee of European Securities Regulators, CESR) от 19 мая 2008 г. подчеркивалось, что события 2008 года в полной мере продемонстрировали ограниченные возможности принципа саморегулирования в современных условиях¹.

Как отмечает председатель ФРС США Бен Бернанке в своей речи 23 октября 2009 г., посвященной проблемам государственного регулирования финансовых рынков в современных условиях, этот кризис был наиболее масштабным после 1929 г. и периода «Великой депрессии». И тот факт, что этот кризис не удалось предотвратить, свидетельствует о том, что система государственного регулирования финансовых рынков в США, несмотря на весь опыт ФРС, все еще далека от совершенства. Поскольку кризис выявил все слабые стороны в системе государственного регулирования, это ставит задачи создания новых, более эффективных механизмов такого регулирования².

Можно выделить несколько основных моделей государственного регулирования финансовых рынков.

Традиционная секторная модель – полномочия регулятивных органов распределены по секторам финансового рынка (банковскому, страховому, сектору рынка ценных бумаг). Такой способ упрощает регулирование финансового рынка, поскольку за каждый сектор рынка отвечает свой орган; при этом не должно быть дублирования функций между ними.

¹ The Committee of European Securities Regulators. 19 may 2008 Press Release CESR 08-404. – http://www.cesr-eu.org/data/document/08_404.pdf.

² Bernanke B. Financial Regulation and Supervision after the Crisis: The Role of the Federal Reserve / B. Bernanke [Federal Reserve Bank of Boston 54th Economic Conference]. – Chatham, Massachusetts, 2009. – [October 23]. – <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20091023a.htm>.

Модель мегарегулятора – контроль за любой деятельностью по предоставлению финансовых услуг (банками и небанковскими организациями) проводит единый орган, так называемый мегарегулятор. Функции мегарегулятора объединяют функции регулятивных органов, вошедших в него.

Модель перекрестного регулирования (так называемая Twin-peak model) – полномочия по пруденциальному надзору переданы одному органу, а полномочия по регулированию коммерческих операций на финансовом рынке – другому.

Модель регулирования по функциям финансового рынка, ориентированную не на распределение функций регулирования по секторам рынка и группам участников, а по задачам регулирования (ее можно считать расширенным вариантом модели перекрестного регулирования), Г. Ди Джорджио, С. Ди Нойя и Л. Пятти предлагают использовать в Италии. Количество регулятивных органов в этой модели определяется количеством функций финансового рынка, для контроля за реализацией каждой из которых создается отдельный орган. Поскольку финансовый рынок имеет шесть основных функций (проведение платежей, аккумуляция ресурсов и диверсификация портфеля, обеспечение эффективного управления рисками, аккумуляция информации о ценах, компенсация информационной асимметрии), должно быть шесть регулятивных органов, каждый из которых контролирует реализацию одной из этих функций³.

Ориентация на подобную модель предполагает изменение структуры существующих регулятивных органов, что может привести к возникновению новой системы из четырех органов: 1) центральный банк (отвечает за общую финансовую политику); 2) орган по обеспечению стабильности (осуществляет надзор за всеми секторами финансового рынка); 3) орган по обеспечению информационной прозрачности; 4) орган по защите прав инвесторов⁴. Использование такой модели может повысить информационную прозрачность и общую стабильность, а защита интересов инвесторов в интегрированной рыночной среде может стать значительно эффективнее. Основным недостатком этой модели является риск чрезмерного дробления компетентности каждого из регулятивных органов.

Подходы к государственному регулированию финансового рынка отличаются в разных странах в зависимости от их институциональных традиций, что влияет на распределение регулятивных функций между органами (таблица 4.1).

Популярность секторной модели постепенно снижается, и страны с развитыми финансовыми рынками от нее все больше отходят, поскольку такая

³ Di Giorgio, G. Financial Market Regulation: The Case of Italy and a Proposal for the Euro Area / G. Di Giorgio, C. Di Noia, L. Piatti. – The Wharton School. University of Pennsylvania. – P. 8. – <http://ideas.repec.org/p/wop/pennin/00-24.html>.

⁴ Di Giorgio, G. Financial Market Regulation: The Case of Italy and a Proposal for the Euro Area / G. Di Giorgio, C. Di Noia, L. Piatti. – The Wharton School. University of Pennsylvania. – P. 20. – <http://ideas.repec.org/p/wop/pennin/00-24.html>.

модель характерна для недостаточно развитых рынков. Основной причиной повышенного внимания к проблемам усовершенствования системы регулирования финансового рынка и к созданию мегарегуляторов можно считать процесс либерализации рынков, увеличения их открытости, а также создание финансовых конгломератов, объединяющих несколько финансовых институтов, предлагающих продукты, относящиеся к разным секторам рынка.

Таблица 4.1.

Структура органов надзора в разных странах мира⁵

<i>Страна</i>	<i>Секторный подход</i>	<i>Перекрестное регулирование (peaks model)</i>	<i>Мегарегулятор</i>	<i>Количество органов надзора</i>	<i>Центральный банк имеет полномочия и задачи надзора</i>
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>
Австралия		X		3	
Беларусь	X			3	X
Бельгия			X	1	
Болгария	X			2	X
Великобритания			X	1	
Венгрия			X	1	
Германия			X	1	X
Греция	X			3	X
Дания			X	1	
Ирландия			X	1	
Испания	X			3	X
Италия	X			4	X
Казахстан			X	1	X
Кипр	X			4	X
Корея			X	1	
Китай	X			3	X
Латвия			X	1	
Литва	X			3	X

⁵ Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries. – 18 p. – http://www.ecb.int/pub/pdf/other/report_on_supervisory_structuresen.pdf; Towards an integrated supervisor: experiences from The Netherlands. – P. 2-3. – <http://www.info.worldbank.org>. Болгария показана в столбце «секторный подход», хотя Комиссия по финансовому надзору отвечает за весь финансовый рынок, кроме банковской деятельности (банковский надзор возложен на национальный банк Болгарии). В пятом столбце показано количество органов надзора, ответственных за принятия окончательных решений в своей сфере. В шестом – центральные банки, отвечающие за принятие окончательных решений в сфере банковского надзора, и те центральные банки (Германия, Австрия), на которые законодательством возложены частичные задачи по надзору. В Австрии центральный банк проводит инспекцию банков, если этого требует FMA (в сфере кредитного и рыночного рисков). В США кроме основных органов надзора существуют специальные органы регулирования на уровне штатов.

Часть 4. Регулирование рынков ценных бумаг

1	2	3	4	5	6
Люксембург	X			2	
Мальта			X	1	
Нидерланды		X		2	X
Польша			X	1	
Португалия	X			3	X
Россия	X			3	X
Румыния	X			4	X
Сингапур			X	1	X
Словакия			X	1	X
Словения	X			3	X
США	X			5	X (ФРС)
Украина	X			3	X
Финляндия	X			2	
Франция			X	4	
Чехия			X	1	X
Швеция			X	1	
Эстония			X	1	
Япония			X	1	

Появление новых финансовых инструментов создает затруднения для регулятивных органов во время классификации этих инструментов (например, кредитные деривативы нередко имеют отдельные признаки страховых продуктов). Возрастает количество перекрестных предложений финансовых продуктов (банки предлагают страховые и пенсионные услуги, страховые компании – банковские услуги и т.п.). Поскольку увеличение количества финансовых компаний, проводящих все виды финансовых операций, – общая тенденция на мировых финансовых рынках, сегодня все труднее становится проводить различие между операциями банков и небанковских институтов с целью эффективного регулирования их деятельности.

Распространение финансовых конгломератов и многофункциональных компаний обострило проблемы дублирования регулятивных функций, а также возрастания количества таких аспектов практической деятельности участников финансового рынка, которые вообще не подлежат регулированию. Поскольку уменьшается связь между типом компании и типом финансовых продуктов, с которыми она работает, это существенно затрудняет регулирование деятельности таких компаний на основе традиционной секторной модели. Кроме того, слабость традиционной системы еще и в том, что основные секторы рынка имеют разные задачи. Если органы регулирования также будут иметь разные задачи, это может привести к конфликту интересов.

Несмотря на общую для всех стран цель – ускорение интеграции финансовых рынков, в отчете «комитета Ламфалусси» подчеркивалось, что в странах

ЕС структура регулятивной системы является слишком «мозаичной» (поскольку там существует более 40 регулятивных организаций)⁶, иначе говоря – фрагментированной, и эта система не может адекватно реагировать на изменения, происходящие на современных финансовых рынках.

Кроме того, необходимо признать, что принцип саморегуляции (основанный на идее нерегулируемого и полностью свободного рынка), столь популярный на развитых финансовых рынках в 1980-90-е годы, в период формирования глобальной экономики, ставшей воплощением принципа полной либерализации экономической деятельности, оказался недостаточно эффективным.

Это связано с тем, что значительно возросли географические масштабы финансовых операций, в них стало гораздо больше участников, являющихся представителями различных культур и правовых традиций. Вследствие этого, значение таких факторов, как репутация и взаимное доверие (на чем и была основана система саморегулирования), стало уменьшаться, а благодаря проведению операций в режиме реального времени через Интернет повысилась степень анонимности участников рынка. Поэтому, хотя принципы саморегулирования могут быть вполне эффективными на относительно небольших рынках, участники которых известны друг другу, при усложнении структуры глобального финансового рынка и увеличении количества злоупотреблений на нем появилась потребность в более жестком регулировании.

Усиление государственного контроля за финансовым рынком стало вполне естественной реакцией на либерализацию финансовых операций и возрастание мобильности финансового капитала в глобальном масштабе. Поскольку традиционный секторный подход к регулированию финансовых рынков оказался недостаточно результативным, в современных условиях проблема согласованности деятельности органов государственного регулирования решается или с помощью межведомственных консультативных рабочих групп, или с помощью создания единого органа комплексного надзора и регулирования – мегарегулятора. Как правило, таким мегарегулятором становится организация, проводящая надзор (по крайней мере пруденциальный) за деятельностью как минимум трех секторов рынка финансовых услуг – банковского, страхового, рынка ценных бумаг.

Опыт экономически развитых стран подтверждает, что создание таких мегарегуляторов является важной тенденцией на финансовых рынках конца XX – начала XXI ст. По данным МВФ в 2004 г. органы полностью интегрированного надзора существовали в 29 странах, из которых приблизительно половина – европейские страны с развитыми финансовыми рынками⁷. Однако,

⁶ Lamfalussy A. Alexandre Lamfalussy's comments to the Press / A. Lamfalussy. – 2000. – Thursday 15. – http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/lamfalussy-comments_en.pdf.

⁷ Cihak M. Is One Watchdog Better Than Three: International Experience with Integrated Financial Sector Supervision / M. Cihak, R. Podpiera // IMF Working paper. – 2006. – № 57. – 32 p. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp0657.pdf>.

несмотря на эту тенденцию, во многих странах все еще сохраняется традиционная секторная структура регулятивных органов.

Во время изменения системы государственного регулирования финансовых рынков в разных странах использовались различные модели с учетом особенностей национальных рынков. Если в одних странах была реализована модель мегарегулятора, то в некоторых других (в частности, Австралии и Нидерландах) была использована модель перекрестного регулирования, а функции пруденциального надзора и надзора за проведением коммерческих операций разграничены.

В Нидерландах такая модель используется с 2002 г. Центральный банк (De Nederlandsche Bank, DNB) после объединения с советом по вопросам страховых компаний и пенсионных фондов (Pensioen- & Verzekeringskamer – PVK) стал единым органом пруденциального надзора. А надзор за коммерческими операциями на финансовом рынке проводит отдельный орган (Autoriteit Financiële Markten – AFM), отвечающий за информационную прозрачность, мониторинг частного бизнеса и предоставление достоверной информации.

Хотя во многих странах для пруденциального надзора создавался отдельный орган, намеренно отделенный от центрального банка по причине многочисленных случаев финансовых скадалов (в частности, в Швеции и Англии), в Нидерландах центральный банк имеет весьма высокую репутацию. Именно поэтому и было решено использовать его как орган пруденциального надзора⁸. Опыт использования в Нидерландах модели с двумя регулятивными органами может быть интересным для стран Восточной Европы с формирующимися и развивающимися рынками, хотя использование центрального банка как одного из таких органов целесообразно лишь в том случае, если доверие к банку высоко.

В Австралии использована модель перекрестного регулирования – пруденциальный надзор проводит Australian Prudential Regulation Authority (APRA)⁹ – Администрация по пруденциальному надзору; рынок ценных бумаг и инвестиционные процессы на нем регулирует Australian Securities and Investment Commission (ASIC). Банковское регулирование проводит центральный банк – The Reserve Bank of Australia (RBA)¹⁰.

В Англии новый этап государственного регулирования финансовых услуг и финансовых рынков начался после того, как с декабря 2001 г. стал действовать закон о финансовых услугах и рынках (Financial Services and Market Act, FSMA). До того в Англии существовала достаточно фрагментированная регулятивная структура, представленная большим количеством различных агентств, которую после издания нового закона заменил единый орган – Financial Services Authority (FSA).

⁸ Prast H. New Architectures in the Regulation and Supervision of Financial Markets and Institutions: The Netherlands / H. Prast, I. van. Lelyveld // DNB Working Paper. – 2004. – № 21. – December. – P. 2.

⁹ Australian Prudential Regulation Authority. – www.apra.gov.au.

¹⁰ Australian Securities and Investment Commission. – <http://www.asic.gov.au>.

После ряда громких корпоративных скандалов возникла потребность в более жестком регулировании сферы финансовых услуг вместо принципа саморегулирования, преобладавшего на британском финансовом рынке в 1980–90-х годах. На первое место была поставлена задача повысить эффективность государственного регулирования на основе четких законодательных норм, и FSA были переданы достаточно большие полномочия.

К этой организации перешли контрольные функции банка Англии по регулированию других банков, а также полномочия всех саморегулируемых организаций и государственных органов регулирования: Комиссии по строительным обществам (Building Societies Commissions), Комиссии по дружеским обществам (Friendly Societies Commissions), страхового департамента Министерства финансов, Совета по ценным бумагам и инвестициям, Организации инвестиционных управляющих и др. После объединения полномочий этих организаций возник мегарегулятор, контролирующий банки, фондовые биржи, страховые компании, пенсионные фонды и прочие компании, связанные с выпуском ценных бумаг.

В США особенности системы регулирования финансового рынка определяются общей спецификой американской политической культуры, для которой характерно в принципе отрицательное отношение к центральному регулированию, что отразилось в американском варианте федерализма, согласно которому отдельные штаты сохранили определенную правовую автономию¹¹. Эти тенденции являются следствием общей ориентации на механизмы свободного рынка и сопротивление любым формам регулирования. Однако при этом на практике зачастую регулирование финансовых услуг и финансового рынка в США развито намного лучше, чем, например, в странах Европы, поскольку изначально ставилась задача адекватным образом скомпенсировать ориентацию на принципы свободного рынка. Система регулирования финансового рынка в США имеет два уровня – общегосударственный (федеральный) и на уровне штатов. На государственном уровне основными органами являются Федеральная резервная система (ФРС) и Комиссия по ценным бумагам и биржам.

Достаточно сложна в США структура банковского надзора, его проводят Федеральная резервная система, Федеральная корпорация страхования депозитов, Управление контроля денежного обращения, а также надзорные органы отдельных штатов. Два дополнительных органа контролируют деятельность сберегательных учреждений (Office of Thrift Supervision и National Credit-union Association). Чтобы избежать дублирования функций, между этими органами существует определенная согласованность.

Для регулирования страховой деятельности, хорошо развитой в США, независимые системы регулирования работают в каждом из штатов. Именно

¹¹ Ohnesorge J. Perspectives on US financial regulation / J. Ohnesorge // The Regulation of International Financial Markets: Perspectives for Reform / Ed. by R. Grote, T. Marauhn. – Cambridge: Cambridge University Press, 2006. – P. 95–96.

регулятивный орган штата принимает решение, следует ли считать страховую компанию внутренней, федеральной (национальной) или внешней по масштабу деятельности. Единый регулятивный орган федерального уровня – Национальная ассоциация страховых комиссаров (NAIC), но эта ассоциация не является органом федеральной власти и имеет только лишь координационные задачи. Хотя в последнее десятилетие все больше внимания отводится государственному регулированию, достаточно большое значение имеют саморегулируемые организации (Self Regulated Organisations, SRO), основными из которых являются биржи NASDAQ и NYSE.

В Германии регулирование финансового рынка традиционно было децентрализовано и эти функции выполняли специализированные региональные органы (Borsenaufsichtsbehörden), подчиненные министерству экономики соответствующего региона Германии. Для усовершенствования регулирования финансового рынка с 1990 по 2003 гг. было издано четыре акта о финансовом рынке¹² с целью согласовать действующее немецкое законодательство с законодательством ЕС. На основе изданного 22 апреля 2002 г. закона о формировании интегрированной системы финансового надзора произошло объединение трех регулятивных органов, до того по отдельности регулировавших деятельность банковской системы Германии (Федеральная комиссия по надзору за банками; Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen – BAKred), рынка страховых услуг (Федеральная комиссия по надзору за страховыми компаниями; Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen – BAV) и рынка ценных бумаг (Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг; Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel – BaWe).

Вследствие этого был создан новый орган – Федеральная служба по регулированию финансовых рынков (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – BaFin). Финансирование BaFin состоит из платежей контролируемых финансовых учреждений. Этот орган подчинен Федеральному министерству финансов и обязан согласовывать свою деятельность с Центральным банком Германии¹³. Деятельность нового регулятивного органа направлена на создание оптимального регулятивного режима для всего финансового рынка в целом (в частности, особое внимание уделяется требованиям к лицензированию и соблюдению стандартов).

¹² Gesetz zur Verbesserung der Rahmenbedingungen der Finanzmärkte (Finanzmarktfordderungsgesetz) vom 22 Februar 1990 (BGBI. I, 266). – <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/finanzmarktfoerderungsgesetze.html>; Zweites Finanzmarktfordderungsgesetz vom 26 Juli 1994 (BGBI. I, 1749) – <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/finanzmarktfoerderungsgesetze.html>; Drittes Finanzmarktfordderungsgesetz vom 24 Marz 1998 (BGBI. I, 529) – <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/finanzmarktfoerderungsgesetze.html>; Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktfordderungsgesetz) vom 21 Juni 2002 (BGBI. I, 2010). – <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/finanzmarktfoerderungsgesetze.html>.

¹³ Grote R. The liberalisation of financial markets: the regulatory response in Germany / R. Grote // The Regulation of International Financial Markets: Perspectives for Reform / Ed. by R. Grote, T. Marauhn. – Cambridge: Cambridge University Press, 2006. – P. 86.

Во Франции основные задачи по регулированию финансового рынка возложены на Ведомство по финансовым рынкам (Autorite des Marchés Financiers, AMF)¹⁴, созданное на основе закона о финансовой безопасности¹⁵ в октябре 2003 г. после объединения Комиссии по биржевым операциям (Commission des operation de bourse, COB), Совета по финансовым рынкам (Counceil des Marchés Financiers, CMF) и Дисциплинарного совета по вопросам портфельного управления (Counseil de discipline de la gestion financiere, CDGF).

В Италии структура регулирования финансового рынка обусловлена особенностями эволюции финансовой системы в этой стране (в частности, недостаточной координацией при использовании новых инструкций и других нормативных документов). Структура органов регулирования финансового рынка в Италии состоит из таких органов: 1) Banka d'Italia – Центральный банк, регулирующий банковский сектор; 2) CONSOB (Commissione Nazionale per le Societa e la Borsa), регулирующий рынок ценных бумаг; 3) ISVAP (Institute per la Vigilance sulle Assicurazioni Private), отвечающий за страховые компании; 4) COVIP (Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione), осуществляющий надзор за пенсионными фондами; 5) SICAV (Societa di Investimenta a Capitale Variable), обеспечивающий надзор за инвестиционными фондами.

К особенностям системы регулирования финансового рынка в Италии относится повышенное значение Центрального банка при контроле банковского сектора (отчасти это объясняется тем, что антимонопольное законодательство было принято только в 1990 г.). Такое повышенное значение центрального банка нетипично для стран ЕС, поскольку один и тот же орган отвечает и за стабильность банковского сектора, и за рыночную конкуренцию в этом секторе, что не способствует общей эффективности финансового рынка и оптимальному его регулированию.

Опыт регулятивной деятельности в Италии показывает, что общей особенностью финансовых систем, в которых преобладают банки, является недостаточная эффективность международных операций. Поэтому на практике обычно приходится жертвовать принципами рыночной конкуренции во имя сохранения макроэкономической стабильности¹⁶.

Общей для стран ЕС тенденцией, усилившейся после 2003 г., является повышение интеграции и консолидации регулятивных органов. Основной вывод, сделанный в докладе Европейского центрального банка «Последние тенденции в структурах надзора ЕС и присоединившихся стран»¹⁷, состоит в том,

¹⁴ Presentation de l'Autorite des marches financiers. – http://www.amf-france.org/documents/general/6103_1.pdf.

¹⁵ Loi № 2003-706 du 1er août 2003 de sécurité financière. – <http://www.legifrance.gouv.fr/texteconsolide/AFECK.htm>.

¹⁶ Di Giorgio, G. Financial Market Regulation: The Case of Italy and a Proposal for the Euro Area / G. Di Giorgio, C. Di Noia, L. Piatti. – The Wharton School. University of Pennsylvania. – P. 11. – <http://ideas.repec.org/p/wop/pennin/00-24.html>.

¹⁷ Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries. – European central bank, 2006. – P. 2-3. – http://www.ecb.int/pub/pdf/other/report_on_supervisory_structuresen.pdf.

что отмечается явная тенденция к уменьшению количества регулятивных организаций и концентрации их функций, однако единой модели консолидации регулятивных функций пока не существует по причине различий национальных финансовых систем.

Такая тенденция, ведущая к созданию мегарегуляторов, приобретает все большее распространение. Приверженцы этого подхода считают, что мегарегулятор дает возможность лучше проводить мониторинг универсальных перекрестных предложений, секьюритизированных трансграничных финансовых продуктов и финансовых конгломератов. Кроме того, преимущества модели единого мегарегулятора – в экономии расходов на деятельность нескольких регулятивных органов и в более рациональной структуре.

Критики такого подхода считают, что в случае применения традиционной секторной модели и достаточно эффективной организации механизмов взаимодействия между отдельными наблюдательными органами потребности в создании мегарегулятора вообще нет. К тому же создание мегарегулятора может приводить к усилению общей бюрократизации регулятивной системы.

Еще один аргумент сводится к тому, что в странах с развивающимися и формирующимися финансовыми рынками эти рынки неоднородны и фрагментированы, процесс их либерализации не завершен, а финансовые конгломераты не имеют достаточного распространения. Поэтому создание мегарегулятора на таких рынках нецелесообразно.

Достаточно распространено мнение, что если определенная страна не готова к использованию мегарегулятора и интегрированному контролю финансовых услуг по объективным экономическим причинам, то директивное создание мегарегулятора с помощью механического слияния нескольких организаций, регулировавших отдельные секторы финансового рынка, будет неэффективным и не даст желаемых результатов¹⁸.

В частности, Я. М. Миркин считает, что создание мегарегулятора является преждевременным в России и подобных финансовых системах. Поскольку государственные ресурсы ограничены, финансирование системы функциональных органов дает возможность уделять повышенное внимание необходимым секторам рынка (страхование, рынок ценных бумаг, банки и т.п.). А в случае объединения этих органов контроль за отдельными секторами финансового рынка снизится. К тому же для создания мегарегулятора в России нет экономической основы, поскольку финансовый рынок фрагментирован, региональные рынки замкнуты, а финансовые продукты имеют упрощенную структуру¹⁹.

¹⁸ Taylor M. Integrated Financial Supervision: Lessons of the Northern European Experience / M. Taylor, A. Fleming // World Bank Policy Research Working Paper № 2223. – 1999. – 35 p. – [http://wbln0018.worldbank.org/research/workpapers.nsf/bd04ac9da150d30385256815005076ce/5f52eae6cf0a3518525682c005bdf1e/\\$FILE/wps2223.pdf](http://wbln0018.worldbank.org/research/workpapers.nsf/bd04ac9da150d30385256815005076ce/5f52eae6cf0a3518525682c005bdf1e/$FILE/wps2223.pdf).

¹⁹ Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / Я.М. Миркин. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – С. 348-349.

Примером создания мегарегулятора на формирующихся и развивающихся финансовых рынках является Казахстан. Национальному банку этой страны с 1998 по 2002 г. постепенно передавались функции трех отдельных надзорных органов, отвечавших за страховые компании, пенсионные фонды и рынок ценных бумаг. С 1 января 2004 г. начало функционировать Агентство Республики Казахстан по регулированию и надзору за финансовым рынком и финансовыми организациями (АФН), которому Национальным банком были переданы соответствующие функции и полномочия²⁰.

Аргументом критиков (например, О. Тарасовой²¹) идеи мегарегулятора часто является опыт США, где органы регулирования кредитного рынка и рынка ценных бумаг разделены. Однако в США конфликт интересов между этими органами минимальный, поскольку к моменту начала действия в 1999 г. закона Гремма-Лича-Блайли уже были четко разграничены кредитные и инвестиционные функции банков. SEC регулирует деятельность инвестиционных банков, а деятельность коммерческих банков регулируют Федеральная резервная система, Федеральная корпорация страхования депозитов, Управление валютного контролёра и др.

Стимулом для развития современной системы государственного регулирования в США стали события кризиса 1929 года и «Великой депрессии», вследствие чего был издан закон Гласса-Стигала в 1933 г., согласно которому четко разделялись депозитные и инвестиционные функции банков. Система из пяти регулятивных органов в США была создана в 1930-е годы для обеспечения стабильности финансового рынка в период экономического спада.

Однако принятый в 1999 г. закон Гремма-Лича-Блайли о финансовой модернизации разрешил создание финансовых холдингов, могущих предоставлять все виды финансовых услуг. Эти изменения привели к тому, что Министерство финансов США отрицательно оценивает современное состояние регулирования финансовых рынков. В частности, министр финансов Генри Полсон считает, что регулятивных органов слишком много, а сферы их ответственности пересекаются, что неблагоприятно влияет на финансовый рынок США²².

Финансовый кризис, начавшийся в США в 2007 г. и переросший в глобальный кризис, еще раз подтвердил, что эта система не соответствует требованиям современных рынков с их сложной системой финансовых инструментов, взаимной конвергенцией финансовых посредников и общей глобальной интеграцией.

²⁰ История создания Агентства Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций. – <http://www.afn.kz>.

²¹ Тарасова О. О предпосылках создания органа интегрированного финансового надзора в Беларуси / О. Тарасова // Банкаўскі веснік. – 2008. – № 1. – С. 34-35.

²² Paulson H. Remarks by Secretary Henry M. Paulson, Jr. on Blueprint for Regulatory Reform / H. Paulson. – 2008. – March, 31. – P. 2. – <http://www.treasury.gov/press/releases/hp897/htm>.

4.2. Организация системы раскрытия информации о финансовом состоянии участников рынка

Решения инвесторов на финансовых рынках основаны на информации о возможных рисках и на отношении отдельного инвестора к этим рискам. Если такая информация является неполной, это приводит к нарушению рыночных механизмов конкуренции, а рынок становится менее привлекательным для инвесторов. Поэтому для стабильности и эффективности функционирования рынка столь важное значение имеет система раскрытия информации об участниках финансового рынка и рынка ценных бумаг, качество предоставленной финансовой отчетности и организация контроля за ее достоверностью. Эффективная система раскрытия информации способствует повышению активности на рынке ценных бумаг и установлению адекватных цен.

Начавшийся в 2008 году глобальный финансовый кризис наглядно показал, насколько глубокими являются взаимосвязи между всеми участниками глобального финансового рынка, а также все наиболее несовершенные аспекты существующей системы раскрытия информации. Особенно важна проблема адекватного раскрытия информации для крупнейших финансовых компаний, в частности наиболее сложно организованных финансовых холдингов, деятельность которых обычно имеет трансграничный характер, поскольку от стабильности крупных финансовых компаний в значительной мере зависит общее состояние рынка, что отмечал в своей речи 23 октября 2009 г. председатель ФРС США Бен Бернанке²³.

Существует два подхода к организации раскрытия информации. Сторонники первого подхода предлагают создание системы обязательного раскрытия информации на уровне государственного регулирования, считая такую систему средством защиты инвесторов от злоупотреблений со стороны предпринимателей и недобросовестных менеджеров.

Этот подход проанализировал Дж. Селигмен²⁴, отмечавший, что компании могут скрывать либо намеренно искажать информацию, необходимую для принятия инвестиционных решений. Кроме того, цена, на которую ориентируются инвесторы, может быть завышенной, вследствие чего трудно поддерживать доверие к финансовым рынкам.

Однако ни сама по себе судебная система, ни ужесточение правил работы фондовых бирж не способны гарантировать необходимый уровень раскрытия информации без мер на уровне государственного регулирования. Приверженцем такой позиции является также У. Бивер, считающий, что законодательные нормы о предотвращении мошенничества на рынке ценных бумаг

²³ Bernanke B. Financial Regulation and Supervision after the Crisis: The Role of the Federal Reserve (At the Federal Reserve Bank of Boston 54th Economic Conference). – Chatham, Massachusetts, 2009. – [October 23]. – <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20091023a.htm>.

²⁴ Seligman J. The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System / J. Seligman // Journal of Corporation Law, Fall. – 1983. – Vol. 9, №1. – P. 1-61.

недостаточны, если нет обязательного раскрытия информации, а важность системы раскрытия информации обусловлена стремлением повысить доверие к рынкам ценных бумаг²⁵. К тому же при всей привлекательности идеи использования в бухгалтерском учете и аудите механизмов саморегулирования, его эффективность ограничена, а сама идея саморегулирования часто не соответствует менталитету в странах с формирующимися и развивающимися финансовыми рынками²⁶.

Сторонники второго подхода Дж. Бенсон²⁷ и Дж. Стиглер²⁸ отрицают необходимость системы обязательного раскрытия информации в форме, возникшей после принятия в США законов 1933 и 1934 гг. об обращении ценных бумаг²⁹, исключая государство из системы раскрытия информации и считая, что компании будут делать это сами под действием сил свободного рынка. Аргументом в пользу этого мнения является то, что требования по раскрытию информации на уровне государственного регулирования на практике никогда реально не выполнялись, а лишь усложняли функционирование рынка и процессы накопления капитала. Кроме того, Дж. Бенсон доказывает, что на самом деле компании раскрывали информацию о своем финансовом состоянии и до принятия законов 1933 и 1934 гг.³⁰.

Кроме названных двух основных подходов, Дж. Кофи выделяет и третье направление в дискуссии об обязательном раскрытии информации, связанное с гипотезой эффективного рынка и с затруднительностью доказать либо опровергнуть любое утверждение о влиянии эффективности раскрытия информации на эффективность рынка³¹.

В 1977 г. Консультативный совет по раскрытию корпоративной информации официально подтвердил эффективность созданной в США системы раскрытия информации³². Однако после банкротства нескольких крупных корпораций и аудиторских фирм, а также судебных процессов против руководства консалтинговых компаний факты фальсификации финансовой отчетности при-

²⁵ Beawer W. The Nature of Mandated Disclosure / W. Beawer // Report of the Advisory Committee on Corporate Disclosure to the SEC 95 Congr. – 1 session. – P. 618-656.

²⁶ Бутинец Ф.Ф. Проблемы науки бухгалтерского обліку: реалії / Ф.Ф. Бутинец – Житомир: ІІІІ «Рута», 2005. – С. 239-240.

²⁷ Benson G.J. Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934 / G.J. Benson // American Economic Review. – 1973. – Vol. 42. – P. 217-231.

²⁸ Stigler G. The Theory of Economic Regulation / G. Stigler // Bell Journal of Economics and management Science. – 1971. – Vol. 2. – Spring. – P. 3-21.

²⁹ Securities Act Of 1933. – <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>; Securities Exchange Act Of 1934. – <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.

³⁰ Benson G. J. Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934 / G. J. Benson // American Economic Review. – 1973. – Vol. 42. – P. 142.

³¹ Coffee J.C. Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System / J.C. Coffee // Virginia Law review. – 1984. – P. 719-754.

³² Асписов А.А. Раскрытие информации эмитентами на рынке ценных бумаг / А.А. Асписов, Д.А. Глазунов, Л.В. Горбатова // Эффективный рынок капитала: Экономический либерализм и государственное регулирование / Под общ. ред. И.В. Костинова. В 2 т. Т. 2. – М.: Наука, 2004. – С. 12.

влекли к себе внимание и стали поводом для продолжения обсуждения усовершенствования системы финансовой отчетности (Приложение, табл. 4.2).

Случаи банкротства крупных компаний подтвердили несовершенство системы финансовой отчетности в ее нынешней форме и необходимость пересмотра норм и требований к отчетности, что и было сделано в последние годы в некоторых странах, в частности, в США, где 30 июля 2002 г. был принят закон Сарбейнса-Оксли.

В разных странах объем финансовой отчетности и порядок ее предоставления регламентирован соответствующими законами, а также стандартами и инструкциями, определяющими требования к информации. Поскольку от этого зависят особенности подготовки финансовой отчетности, существует национальная специфика в организации системы такого раскрытия.

В США, стране с наиболее развитым рынком ценных бумаг, система раскрытия информации имеет продолжительную историю. Длительное время преобладал подход, ориентированный на максимальную либерализацию норм финансовой отчетности, но в последнее время все более популярной становится идея сбалансированного государственного регулирования.

В XIX ст. бухгалтерская отчетность американских компаний не имела публичного характера – она определялась потребностями банков и кредитных учреждений. После увеличения количества крупных компаний, создававших свои капиталы преимущественно с помощью выпуска ценных бумаг, возникла потребность в предоставлении стандартизированной отчетности, что было связано с усовершенствованием практики учета и ее унификации. Поскольку в США единой концепции развития финансовой отчетности в то время не было, регулирование проводилось на основе общих принципов, обеспечивавших минимальное вмешательство в дела частной компании.

Первые элементы регулирования раскрытия информации в США и Великобритании возникли еще в XIX ст., однако в США до кризиса 1929 года и периода «Великой депрессии» 1930-х годов не было нормативных документов, определявших обязательность раскрытия финансовой информации. В 1982 г. требования о раскрытии информации были объединены в общую систему, в рамках которой SEC был разработан документ Regulations-K, содержащий положения о раскрытии информации³³.

В США все компании во время регистрации получают статус обычной компании (general corporation). Право выхода на рынки ценных бумаг они приобретают после получения статуса публичной компании (public traded corporation), для чего компанию проверяет по результатам работы (минимум за три года) Федеральная комиссия по ценным бумагам и фондовым рынкам – ФКЦБФР.

Цель ФКЦБФР – защита инвесторов, а основным принципом реализации этой цели является прозрачность деятельности компании и равные воз-

³³ Securities and Exchange Commission (SEC). Regulations-K. – <http://www.sec.gov/about/forms/regs-k.pdf>.

возможности доступа к информации в соответствии с требованиями ФКЦБФР. Основными пользователями информации англо-американской системы учета являются инвесторы и кредиторы (именно они принимают важнейшие решения), а второстепенные пользователи имеют ограниченный доступ к информации. По причине большого количества публичных компаний (например, только за год, с 2001 г. до 2002 г., их количество выросло с 14600 до 17300), ФКЦБФР не в состоянии их контролировать, и некоторые из них не проверялись более трех лет³⁴.

Контроль деятельности публичных компаний начал совершенствоваться после банкротства в 2001 г. крупнейшей энергетической компании США – Enron Corporation, по объему доходов занимавшей 5 место среди 500 основных американских компаний (ее активы оценивались в 77 млрд. долл. США). Руководство компании Enron допустило многочисленные нарушения: финансовая отчетность не соответствовала реальному состоянию компании; руководители проводили операции с ценными бумагами корпорации в частном инвестиционном фонде с целью получения личной прибыли в ущерб интересам компании; с помощью манипуляции с активами намеренно скрывалось реальное финансовое состояние компании; во время назначения внешних директоров и выбора финансовых аудиторов нарушались принципы независимости (директора были связаны с другими дочерними предприятиями Enron; аудиторы проводили одновременно как аудит, так и консалтинг за отдельное вознаграждение, используя для этого благотворительные фонды).

Банкротство Enron показало, что фальсифицированная финансовая отчетность может ввести в заблуждение акционеров, инвесторов и государство. История банкротства Enron и проблемы с некоторыми другими американскими компаниями продемонстрировали наличие серьезных недостатков в финансовой отчетности, создающих возможности для злоупотреблений. Подобная практика отмечалась и в других компаниях (General Electric, Xerox, AOL Time Warner, Citigroup, CMS energy и др.). Однако в большинстве компаний подобные нарушения скрывались, чтобы не повредить репутации и избежать отрицательного влияния на курс их акций.

Все это привело к масштабному пересмотру норм корпоративного управления и стандартов финансовой отчетности. Поскольку ФКЦБФР во время проверок опирается на результаты работы аудиторов, исходя из предположения, что руководство компании исполняет свои обязанности по раскрытию информации, то контролируется не столько достоверность предоставленной отчетности, сколько методы ее подготовки.

В результате многочисленных случаев слияния консалтинговых и аудиторских компаний в 1990-е годы общее качество аудиторских проверок в США существенно снизилось. А после банкротства Enron и снижение репутации аудиторской компании Arthur Andersen (которая после истории с Enron

³⁴ Кочетков Г.Б. Корпорация – американская модель / Г.Б. Кочетков, В.Б. Супян – СПб.: Питер, 2005. – С. 267.

почти полностью утратила свои позиции на рынке), стало очевидно, что нужны законодательные меры по изменению всей системы финансовой отчетности для повышения ее прозрачности и устранения возможностей фальсификаций с целью личного обогащения.

Для обеспечения достоверности финансовой информации в США к финансовым аналитикам как к профессиональным участникам рынка ценных бумаг предъявляются высокие требования. Им запрещено принимать участие в операциях с акциями компаний, финансовое состояние которых они анализируют. Однако, несмотря на меры со стороны ФКЦБФР и других организаций по выявлению недобросовестных аналитиков, потенциальный конфликт интересов между финансовыми аналитиками и инвесторами продолжает существовать. Об этом свидетельствуют многочисленные случаи незаконного использования инсайдерской информации³⁵, что привело к возрастанию активности миноритарных акционеров в управлении компаниями.

Для предотвращения подобных нарушений в США была создана специальная группа по проблемам корпоративного мошенничества³⁶, а через некоторое время, чтобы избежать злоупотреблений со стороны руководства публичных компаний, был принят закон Сарбейнса-Оксли (Sarbanes – Oxley Act)³⁷.

Закон Сарбейнса-Оксли направлен, прежде всего, на усиление контроля за советами директоров и предлагает соответствующие меры наказания членов этих советов в случае выявления злоупотреблений. Закон предусматривает создание под контролем ФКЦБФР государственного независимого органа – Совета по контролю бухгалтерской деятельности (Accounting Oversight Board, АОВ). Каждый аудитор публичных компаний должен пройти регистрацию и предоставлять ежегодный отчет АОВ для оценивания их работы. Кроме того, АОВ поручены наблюдения за внешним аудитом компаний – эмитентов ценных бумаг; он имеет полномочия воздействовать на руководителей компаний и аудиторов, нарушающих бухгалтерские и финансовые требования.

Аудиторам было запрещено проводить всякую другую деятельность (в особенности, консалтинговую) в тех компаниях, где они проводят аудит. Также были разработаны новые обязательные формы отчетности, предусматривающие предоставление данных о системе контроля деятельности компаний и о любых сверхнормативных затратах, могущих повлиять на ее финансовое положение.

Была усилена персональная ответственность генерального и финансово-

³⁵ Получил известность случай, когда аналитики банков Goldman Sachs и Merrill Lynch незаконно заработали \$ 6,7 млн. на использовании такой информации (\$ 6,7 млн на инсайте заработали аналитики Goldman Sachs. – <http://www.vedomosti.ru/newspaper/article/2006/04/14/105336>).

³⁶ Corporate responsibility. – <http://www.whitehouse.gov/infocus/corporateresponsibility>; Executive Order Establishment of the Corporate Fraud Task Force. – <http://www.whitehouse.gov/news/releases/2002/07/20020709-2.html>.

³⁷ Sarbanes-Oxley Act of 2002. – <http://www.sarbanes-oxley.com/section.php?level=1&pub id= Sarbanes-Oxley>.

го директоров за достоверность информации в финансовой отчетности (годовой, квартальной и прочей), а нарушения процедуры контроля должны строго наказываться. Согласно закону, генеральный и финансовый директора должны письменно подтверждать, что отчетность соответствует действительности. Кроме того, должна создаваться система внутреннего контроля, дающая возможность оценивать результаты работы корпорации, ее филиалов и дочерних компаний. Проверять работу системы контроля должны руководители компании, а результаты этой проверки отражаются в годовом отчете.

Закон запрещает публичным компаниям предоставлять своим сотрудниками, входящим в состав совета директоров, любые личные займы (за исключением потребительских кредитов). Кроме того, закон запрещает директорам и другим представителям руководства компании проводить любые операции со своими пакетами акций (в частности, в пенсионном и резервном фондах), если эти акции были получены данными руководителями в связи с работой в корпорации.

ФКЦБФР имеет право в любой момент потребовать и получить дополнительную информацию о деятельности публичной компании, и эта информация должна содержать четкий ответ на запрос. Кроме того, в годовых отчетах должна быть предоставлена информация обо всех изменениях в финансовых документах, сделанных по результатам внешнего аудита. Закон также подчеркивает важное значение рейтинговых агентств в работе участников рынка ценных бумаг.

Реакция на этот закон в США была неоднозначной. Сторонники закона подчеркивали его необходимость, ссылаясь на вышеупомянутые скандалы в ряде крупных компаний, а критики заявляли, что реализация требований закона создаст для компаний новые, достаточно большие расходы. Пол Волкер (бывший председатель Федеральной резервной системы) и Артур Левитт (бывший председатель ФКЦБФР) высказывали мнение, что реализация требований закона обойдется компаниям в среднем в 4,7 млн. долл. США авансом и 1,5 млн. долл. США ежегодно³⁸. Не исключено, что одной из причин критики закона было вполне объяснимое нежелание высшего менеджмента менять привычный стиль работы.

Дальнейшим шагом в решении этих проблем стало принятие в США в марте 2005 г. новых стандартов раскрытия информации публичными акционерными компаниями. В основу этих стандартов была положена идея о необходимости подтверждения руководством компании эффективности системы внутреннего контроля и проверки этой информации независимыми аудиторами. Перспективным также стало решение о создании комитетов по аудиту советов директоров, которым в их деятельности рекомендовалось постепенно переходить от анализа достоверности финансовой отчетности к анализу общей эффективности систем внутреннего аудита и внутреннего контроля.

³⁸ Corporations Fight to Avoid Accountability. – <http://www.corpwatch.org/article.php?id=11427>.

В странах ЕС, где (в отличие от США) приоритет в получении информации имеют акционеры и другие инвесторы, гораздо большее значение и влияние имеют сотрудники предприятия и государственные органы, что влияет на содержание предоставляемой информации. С учетом опыта корпоративных скандалов и банкротств в нескольких крупных американских компаниях Европейская комиссия предприняла меры по усовершенствованию аудита.

Еще в апреле 1998 года Европейская комиссия подготовила первый пресс-релиз относительно контроля отчетности, где было предложено создание комитета для изучения существующей системы контроля за раскрытием информации в финансовых отчетах. Этот комитет рассмотрел международные нормы контроля, проанализировал их совместимость с европейскими требованиями и рекомендовал продолжить обсуждение вопросов независимости аудиторов, качества контроля, профессиональной компетенции аудитора, роли внутреннего аудита и т.п.

Через два года, в июне 2000 г., Европейская комиссия опубликовала новый пресс-релиз «Стратегия ЕС в отношении финансовой информации: рекомендации», где подчеркивалась общая перспектива создания интегрированного рынка финансовых услуг и устранение препятствий, существующих в торговле ценными бумагами между странами ЕС.

Для этого Комиссия рекомендовала применение норм финансовой отчетности, способствующих увеличению прозрачности и стандартизации отчетов компаний в странах ЕС. В частности, все компании в странах ЕС, выпускающие ценные бумаги, должны подготовить отчеты о своем финансовом состоянии на основе Международных стандартов финансовой отчетности (IAS). Это требование было подтверждено в постановлении ЕС от 19 июля 2002 года³⁹.

В 2006 г. Совет ЕС утвердил изменения в существующих правилах проведения аудита для повышения достоверности информации в финансовых отчетах. В случае проведения проверки публичных компаний аудиторская фирма обязана предоставлять информацию о своем финансовом состоянии, отчет о прохождении проверки и ее соответствии стандартам, а также о программах обучения и повышения квалификации своих сотрудников.

Обязательным требованием является прохождение электронной регистрации как отдельных аудиторов, так и аудиторских компаний. Особое значение при этом придается принципу независимости аудитора или аудиторской компании от организации, которую они проверяют, а также соблюдению требований по контролю качества, единых для аудиторских компаний и отдельных аудиторов.

Европейская комиссия предложила использовать накопленный в США опыт аудита крупных корпораций и разработать аналогичные требования к

³⁹ Directive 93/22/CEE du Conseil, du 10 mai 1993, concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières. — <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31993L0022:FR:HTML>.

деятельности наблюдательных аудиторских советов в каждой из стран Европы. При этом приглашенные для проведения аудита компании из других стран, в частности из США, должны проходить специальную регистрацию. Как и в США, в ЕС от компаний будет требоваться создание независимых комитетов для выбора аудитора и наблюдения за его работой.

В отличие от американских требований, согласно которым исполнительный директор компании должен лично подписывать финансовые документы, Европейская комиссия предложила возложить всю ответственность за финансовую отчетность на главного аудитора компании, проверяющего работу других аудиторов. Однако при этом Комиссия отказалась от предложения запретить аудиторским компаниям предоставлять своим клиентам одновременно консалтинговые и аудиторские услуги.

В странах ЕС действует достаточно разработанное законодательство, регулирующее вопросы отчетности и аудита: «Четвертая Директива о годовой отчетности компаний»⁴⁰, «Седьмая Директива о консолидированной отчетности компаний с ограниченной ответственностью»⁴¹, «Восьмая Директива о разрешении проведения аудиторских проверок документов компаний»⁴².

Что касается опыта отдельных стран Западной Европы, то в Германии федеральное правительство подготовило в 2003 г. план, усиливающий контроль аудиторских фирм за счет пересмотра закона 1988 г. о контроле и об информационной прозрачности на предприятиях (*Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich*⁴³). В Италии предложения, касающиеся реформы национального законодательства об отчетности, остались пока на стадии дискуссий. Люксембург и Великобритания – государства, наиболее либеральные в отношении государственного регулирования раскрытия информации, проявили сдержанность в вопросе о применении директив ЕС⁴⁴.

Во Франции, после того как в начале XXI в. отмечалось снижение активности рынка акций, колебание их курсов и общее повышение недоверия на финансовых рынках, Ассоциация развития французских предприятий создала рабочую группу (известную под названием «группа Бутона») для рассмотрения возможностей улучшения работы руководства предприятий, совершенствования стандартов бухгалтерского учета, качества финансовой информации,

⁴⁰ Fourth Council Directive 78/660/EEC. – <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31978L0660:EN:NOT>.

⁴¹ Seventh Directive: consolidated accounts of companies with limited liability. – <http://europa.eu.int/scadplus/leg/en/lvb/l26010.htm>.

⁴² Eight Council Directive 84/253/EEC. – http://www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/materialdateien/010_europaeische_gesetze/eu_richtlinien/rii_1984_253_ewg_8gesr_prueferbefaehigung_en/.

⁴³ Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich. – 1998. – <http://www.bgbportal.de/BGBL/bgbllf/b198024f.pdf>.

⁴⁴ Cevlovsky I. Le contrôle légal des comptes dans l'Union européenne: Evolution et mutation suite aux affaires Enron, Parmalat et Ahold / I. Cevlovsky. – <http://www.robert-schuman.org/supplement/sup219.htm>.

эффективности внутреннего и внешнего контроля. В 2002 г. был опубликован доклад этой рабочей группы, в котором для повышения качества предоставленной финансовой информации предлагалось в ежегодных отчетах отмечать методику оценки основных рисков, а также определения и контроля забалансовых обязательств.

Администрация финансовых рынков AMF⁴⁵ регламентирует работу финансовых рынков, следит за инвестированием капиталов в финансовые инструменты, контролирует использование этих инструментов и обеспечивает инвесторов соответствующей информацией. При этом значительное внимание уделяется созданию механизма обеспечения прозрачности предприятий, а также вопросам усиления независимости аудиторов и общего улучшения качества финансовой информации.

4.3. Рейтингование на рынках ценных бумаг

Длительное время кредитный рейтинг был характерным преимущественно для рынка ценных бумаг США, где получение рейтинга стало для эмитентов обычной практикой. В 1909 г. в США было основано первое рейтинговое агентство Moody's. Это одно из известнейших в мире агентств, количество рейтинговых оценок которого почти в два раза больше, чем у Standard & Poor's. Третьим по значению агентством является Fitch Investors Service.

В Европе и Японии рейтинг до 1970-80 гг. определялся лишь для небольшого количества крупнейших компаний, проводивших международные операции, а система рейтингования возникла гораздо позже (например, в Англии – только в 1973 г.). В конце 1980-х гг. в мире было около тридцати рейтинговых агентств, но развитый рынок рейтинговых услуг реально существовал только в США.

В начале 1990-х гг. началось быстрое развитие деятельности рейтинговых агентств за пределами США, и за последние два десятилетия значительно увеличилось количество национальных рейтинговых агентств, а также объем рынка близких к рейтингованию информационных услуг (наиболее распространенными из них являются рэнкинги, от англ. ranking – «распределение по рангу»).

С 1997 г. по 2005 г. начали работать более 25 новых рейтинговых агентств в Юго-Восточной Азии, Европе и Латинской Америке (не учитывая филиалов и дочерних компаний глобальных агентств). Глобальные рейтинговые агентства, территориально расположенные в США, имеют свои национальные представительства во многих странах мира (40 в Европе, 20 – в Юго-Восточной Азии, 15 – в Латинской Америке, 25 – в других регионах мира). По количеству определенных рейтингов на первом месте в 2000 г. было агентство

⁴⁵ Presentation de l'Autorite des marches financiers. – http://www.amf-france.org/documents/general/6103_1.pdf.

Moody's (3313 рейтингов в США, 316 в Германии, 90 в Великобритании), на втором – S&P (2544 рейтингов в США, 78 в Германии, 65 в Великобритании). Другие агентства стараются найти рынки со свободными нишами в определенных секторах экономики или географических регионах.

В начале XXI в. существовало уже около 90 национальных агентств в более чем 100 странах мира. Сейчас рейтинговые услуги предоставляют около 150 агентств в многих странах мира, и по данным Fitch около 80 % мировых потоков кредитных капиталов зависят от рейтингов. Большинство агентств, существовавших в конце 1980-х гг., присоединилось к сети глобальных рейтинговых агентств⁴⁶. И хотя продолжающиеся процессы слияния могут сократить количество ведущих агентств, вероятно, общее количество рейтинговых агентств в будущем будет возрастать (прежде всего, в странах с формирующимися и развивающимися финансовыми рынками).

Рейтинги разделяются на две основных группы: традиционные рейтинги на заказ и инициативные рейтинги. Инициативные рейтинги определяются без специального заказа, по инициативе рейтингового агентства. Рейтинговые агентства, ориентированные на инициативные рейтинги (такие рейтинги распространены, в частности, в Швеции) используют преимущественно общедоступную статистическую информацию, что снижает стоимость рейтинговой оценки для заказчика.

Инициативные рейтинги использовали также и ведущие мировые агентства. Так, агентство Moody's применяло практику публикации этих рейтингов в своем пресс-релизе, чтобы стимулировать компании, считавшие свой рейтинг заниженным, к получению традиционного рейтинга. Известен случай, когда, открыв свое представительство на Кипре, агентство Moody's начало определять по собственной инициативе рейтинги некоторых банков в этом регионе, не спешивших официально заказывать рейтинговую оценку. Эти инициативные рейтинги были ниже, чем у конкурентов, после чего банки, не имея другого выбора, были вынуждены заказывать в Moody's полноценное рейтинговое исследование. Очевидно, что в такой ситуации об объективности рейтинга говорить не приходится.

Несанкционированные инициативные рейтинги стали причиной дискуссий в разных странах, в особенности между сторонниками континентальной и англосаксонской модели рынка ценных бумаг. В Германии и Франции отношение к такому виду рейтингования преимущественно отрицательное, поскольку в этих странах преобладает мнение, что для определения объективного рейтинга всегда необходима конфиденциальная информация об эмитенте, которую рейтинговые агентства не могут получить, если определяют рейтинг без согласия эмитента.

Ведущие рейтинговые агентства (прежде всего Moody's) настаивали на своем праве определять кредитный рейтинг без согласия эмитента, так как это

⁴⁶ Рейтинговое агентство «Эксперт РА». Рынок долгового капитала: российский опыт облигационных займов. – С. 13. – <http://www.raexpert.ru/researches/bonds/bonds.pdf>.

способствует повышению информационной прозрачности рынка ценных бумаг. Оплачивая определение рейтинга, эмитенты получают ограниченное право не публиковать нежелательные результаты. И хотя такую практику потом запретили в США, она все еще нередко используется во время международных эмиссий.

Популярность практики определения несанкционированных инициативных рейтингов в последние годы явно уменьшилась. Агентство Moody's отказалось от нее еще в 2000 г., а Fitch и S&P допускают возможность такого рейтинга, но при условии сотрудничества с эмитентом (что дает возможность доступа к закрытой информации). На практике такой рейтинг определяют лишь для небольшого количества эмитентов, преимущественно среди промышленных предприятий. И хотя заказчик не платит за рейтинг, он в любом случае заинтересован в сотрудничестве с агентством, чтобы не получить заниженный рейтинг.

С распространением рейтинговых услуг возросла актуальность проблемы объективности и точности рейтингов (даже от ведущих агентств). Парадоксальность ситуации в том, что хотя рейтинги должны быть ориентиром для финансовых рынков, в действительности рынки после начала в 2008 году глобального финансового кризиса отреагировали на изменения финансового состояния эмитентов раньше, чем это сделали рейтинговые агентства, что снова ставит вопрос о достоверности, точности и качестве рейтингов.

Эта проблема привлекала к себе внимание еще во второй половине 1990-х гг. во время кризисов в Азии и в России. В 1996 г. агентство Moody's предоставило Южной Корее наивысший инвестиционный рейтинг, но скоро в стране начался широкомасштабный экономический кризис. Для России Moody's трижды с начала 1998 года снижало рейтинг страны (из-за быстрого роста объема государственного долга), но по оценкам Moody's, сделанным 17 августа 1998 г., Россия выглядела достаточно привлекательно – «ограниченная кредитоспособность эмитента, соответствующая текущей задолженности». Признаки приближения серьезного финансового кризиса 1998 г. не были отмечены⁴⁷.

Если обратиться к статистике неудачных рейтинговых оценок S&P и Moody's, сделанных во время кризисов, когда агентства резко меняли рейтинги, то можно упомянуть изменения рейтингов Таиланда, Индонезии, Малайзии и Южной Кореи в 1997-1998 гг. (особенно это касается Южной Кореи в 1997 г.); Румынии, России и Молдавии в 1998 г.; Аргентины в 2000 г. и Уругвая в 2002 г.⁴⁸.

⁴⁷ Рейтинговое агентство «Эксперт РА». Рынок корпоративных облигаций в России. Ч. 2. Практика национальных рейтинговых оценок. – С. 13-18. – <http://www.raexpert.ru/researches/bonds/bonds.pdf>.

⁴⁸ Elkhoury M. Credit Rating Agencies And Their Potential Impact On Developing Countries / M. Elkhoury. – UNCTAD Discussion Papers № 186. – P. 10. – http://www.unctad.org/en/docs/osgdp20081_en.pdf.

В 2008 году перед началом глобального финансового кризиса три основных рейтинговых агентства до последнего момента впускали инвесторам чувство стабильности, даже когда признаки кризиса были уже очевидными и начались банкротства крупных компаний. Например, для банка Lehman Brothers в преддверии банкротства (объявленного 15 сентября 2008 г.) три глобальных рейтинговых агентства поддерживали высшие из возможных рейтингов (A, A2 и A+). И только после заявления о банкротстве Moody's снизило рейтинг от A2 до B3 (долгосрочный от A1 до B1, краткосрочный от "Prime-1" до "Non-Prime"), Fitch – от A+ до D, краткосрочный – от F1 до D⁴⁹.

Во многом эти и подобные случаи связаны с тем, что рейтинговые агентства получают свой доход от тех компаний, рейтинг которых они определяют, а компании заинтересованы в получении наивысшего рейтинга. В таком случае объективность рейтинговой оценки вызывает весьма серьезные сомнения.

Качество рейтинга (соответствие рейтинга реальному кредитному риску) является основным показателем эффективности работы рейтингового агентства. Чтобы оценить качество рейтинга и его соответствие реальности, требуется определенное время, и неадекватность рейтинга трудно выявить сразу. Поэтому распространено мнение, что качественные рейтинги возможны лишь на финансовых рынках с продолжительной историей и большим количеством накопленной информации об их участниках.

Важное значение имеет опыт и квалификация аналитиков, способных предоставлять инвесторам достоверную информацию (широко распространенная в рейтинговых агентствах концепция управления Total Quality Management предполагает высокую квалификацию сотрудников агентств). В частности, в агентстве Moody's существует ряд требований к квалификации аналитиков – четкая отраслевая специализация, профессиональный опыт, независимость оценки, высокая нравственность, ответственность, соблюдение норм профессиональной этики.

В теоретическом аспекте проблема качества рейтингов связана с тем, что финансовые рынки обычно руководствуются краткосрочными соображениями, и это часто приводит к слишком быстрым и преувеличенным реакциям (паника на биржах и т. п.), в то время как рейтинговые агентства ориентируются на фундаментальные факторы. В исследовании «Стандарты коммерческих бумаг и изменения рейтингов, 1972-1998» агентства Moody's на многочисленных примерах показано, что агентства реагировали на инвестиционные риски лучше, чем сами рынки⁵⁰.

С другой стороны, способность рынков адекватно реагировать на изменения, особенно во время кризиса, все чаще ставится под сомнение. Важные

⁴⁹ Cara o Lehman Brothers и Merrill Lynch. – http://analytics.marketzz.com/Saga_o_Lehman_Brothers_i_Merrill_Lynch.html.

⁵⁰ Moody's Investors Service. Global Credit Research. Commercial Paper Defaults and Rating Transitions, 1972-1998. – 1998. – May. – <http://www.moodyskmv.com/research/files/wp/33987.pdf>.

изменения курсов ценных бумаг происходят иногда задолго до объявления об изменении рейтинга. Это означает, что рынок уже тогда предвидит вероятные действия рейтинговых агентств, а рейтинговые агентства не всегда могут отличать «адекватные» реакции рынка от «неадекватных», даже с учетом того, что агентства могут иметь доступ к конфиденциальной информации⁵¹.

Это можно объяснить с помощью гипотезы эффективности рынков Ю. Фамы, в соответствии с которой любая новая информация о финансовом состоянии эмитентов (как общедоступная, так и известная лишь ограниченному числу участников рынка) сразу влияет на цены финансовых активов. Правда, в этом случае рейтинги влияют на состояние рынка благодаря скорее психологическим факторам, имеющим большое значение для многих инвесторов, прежде всего непрофессиональных.

Высокий кредитный рейтинг (так называемый рейтинг инвестиционного уровня) дает выход на рынки ликвидного капитала, а ценные бумаги, получившие рейтинг спекулятивного уровня, фактически вытесняются с рынка ликвидного капитала. Так рейтинговые агентства приобретают все большее значение в процессе регулирования финансовых рынков и начинают оказывать на них значительное влияние.

Например, во многих случаях институциональные инвесторы имеют право инвестировать средства только в инструменты с высоким рейтингом, а в том случае, если финансовый инструмент получает спекулятивный уровень рейтинга, институциональные инвесторы начнут избавляться от этих ценных бумаг.

Неадекватная оценка рейтинговыми агентствами ценных бумаг, обеспеченных недвижимостью (рейтинг которых был явно завышен) стала одной из главных причин ипотечного кризиса в США, начавшегося в 2007 г.⁵². Для ипотечных ценных бумаг MBS до последнего момента искусственно поддерживался высокий рейтинг (сейчас многие из этих ценных бумаг имеют низший из возможных рейтингов, приравняваясь к junk bonds)⁵³.

Подобное мнение высказывает в своей речи 22 октября 2008 года и Генри Ваксман, председатель Комитета надзора и управления реформами кредитно-рейтинговых агентств, связывая резкое возрастание доходов трех основных рейтинговых агентств (особенно Moody's) с тем, что они сознательно давали завышенные рейтинговые оценки определенным типам ценных бумаг. Г. Ваксман подчеркивает, что хотя рейтинговые агентства создавались для укрепления доверия инвесторов к рынку ценных бумаг, приведшие к началу

⁵¹ Weinstein M.I. The Effect of Rating Change Announcement on Bond Price / M.I. Weinstein // Journal of Financial Economics. – 1977. – December. – №6. – P. 329-350. – <http://www.blackwell-synergy.com/doi/pdf/10.1111/j.1467-629X.2006.00192.x>.

⁵² Moody's secretive nature described to Congress. // Reuters. – 2009. – Sept., 30. – <http://uk.reuters.com/article/idUKN3021695020090930>.

⁵³ Balzli B. The Power of Rating Agencies / B. Balzli, F. Hornig. – P. 3. – <http://www.rapidratings.com/request.php?61>.

глобального кризиса события 2007-2008 гг. показали, что рейтинговые агентства не справились с этой задачей⁵⁴.

Еще одна проблема связана с тем, что ведущие рейтинговые агентства могут использоваться для политического давления. Например, в июне 2002 г. агентство Moody's лишило Иран рейтинга накануне размещения иранских облигаций без явных экономических причин. Т. Фридман, известный американский политический журналист из New York Times писал по этому поводу, что в мире существует две сверхдержавы – США и Moody's. В то время как США может уничтожить другую страну бомбами, Moody's способен уничтожить государство финансовым путем – снизив его рейтинг⁵⁵. Так рейтинги глобальных агентств стали могущественным инструментом влияния на мировой финансовый рынок. Как отмечает Й. Санио, рейтинговые агентства – это «неконтролируемая сила всемирного масштаба, направляющая глобальные потоки капитала с помощью оценки кредитного состояния должников»⁵⁶.

Беспокойства относительно роста влияния рейтинговых агентств неоднократно высказывала Комиссия по ценным бумагам и биржам США (SEC), считая это фактором, создающим потенциальную угрозу для мировой экономики. Подобные мнения высказывались и на саммите G20 (Вашингтон, 15 ноября 2008 г.). В докладной записке к саммиту О. Бланшар (главный экономист МВФ) отмечает, что структура надзора за рейтинговыми агентствами нуждается в пересмотре⁵⁷, а в принятой на этом саммите декларации также говорилось о необходимости усовершенствовании контроля за рейтинговыми агентствами. Разработка стандартов деятельности агентств и наблюдение за соблюдением этих стандартов возлагались на IOSCO⁵⁸.

Сами рейтинговые агентства отрицательно относились к тому, что контрольные органы могут регулировать их деятельность, объясняя такую позицию стремлением к независимости в своих оценках.

Кроме политических факторов, на объективность и точность рейтинга влияют методы его определения. Часто методы определения рейтинга, адекватные для рынка США, невозможно применить в специфических условиях рынков других регионов мира. Например, в конце 1990-х гг. Центральный банк Японии проанализировал рейтинги, полученные японскими компаниями от агентства Moody's (наиболее активно работающего в Японии) и пришел к

⁵⁴ Rating agencies “broke bond of trust”. – <http://marketpipeline.blogspot.com/2008/10/rating-agencies-broke-bond-of-trust.html>.

⁵⁵ Friedman T. Foreign Affairs; Don't Mess With Moody's / T. Friedman // The New York Times. – February 22. – 1995. – <http://query.nytimes.com/gst/fullpage.html?res=990CE5D7163DF931A15751C0A963958260>.

⁵⁶ “Uncontrolled world powers that are directing global capital flows by appraising the credit standing of debtors” (Engelen K. Das empire Strikes Back / K. Engelen. – P. 3. – http://www.international-economy.com/TIE_W04_Ratings.pdf).

⁵⁷ Blanchard O. The Tasks Ahead / O. Blanchard. – P. 6. – <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08262.pdf>.

⁵⁸ Summit on Financial Markets and the World Economy : Declaration. – 2008. – November, 15. – http://www.g20.org/Documents/g20_summit_declaration.pdf.

выводу, что из 25 японских компаний, еще до 1995 г. получивших рейтинг спекулятивного уровня, ни одна не объявила дефолт. По мнению аналитиков Центрального банка Японии это объясняется тем, что международные рейтинговые агентства не учли такой фактор, как японский стиль корпоративного управления, оценивая деятельность японских компаний на основе тех же критериев, что и в США.

Во время корпоративных скандалов в США 2001-2002 гг. рейтинговые оценки также оказались неадекватными. Ни одно из трех ведущих агентств своевременно не заметило ухудшения финансового состояния корпорации Enron (это же касается банкротств Parmalat и WorldCom), что стало поводом для обвинения рейтинговых компаний в недобросовестности. В ответ представители рейтинговых агентств заявили, что опирались на официальную информацию о деятельности компании Enron, которая была фальсифицирована, и что фальсификацию финансовой отчетности предусмотреть невозможно.

Следствием этих дискуссий в США стала публикация в январе 2003 г. по инициативе Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) отчета о роли и функциях рейтинговых агентств на рынке ценных бумаг США⁵⁹. В июне 2003 г. была опубликована концепция, в которой SEC предлагала внести определенные изменения в уставы национально признанных рейтинговых агентств с целью усовершенствования их работы⁶⁰.

Согласно существовавшим в то время в США правилам, рейтинг должен определяться организацией, имеющей лицензию Комиссии по ценным бумагам и биржам. Получив такую лицензию, организация получает право называться Национальной статистической рейтинговой организацией (Nationally Recognised Statistical Rating Organisation, NRSRO). С целью демополизовать рынок рейтингования в конце сентября 2006 г. был издан Закон «Credit Rating Agency Reform Act of 2006»⁶¹, определивший новые, более либеральные условия получения рейтинговой организацией статуса NRSRO.

Проблема достоверности рейтингов связана также с ответственностью рейтинговых агентств. Хотя в США с 1940 года действуют Investment Company Act и Investment Advisory Act, в которых определяются общие принципы ответственности консультантов по инвестициям, недостаточно разработан законодательный механизм, дающий возможность определять качество и надежность рейтинговых оценок, поэтому поднимать вопрос об ответственности рейтингового агентства на практике бывает достаточно сложно. Агентства осторожно называют рейтинговую оценку «мнением»; при этом агентства не отвечают за адекватность рейтинга, как не предусматривают никакой компенсации в том случае, если возникают проблемы с выплатой того или иного долгового обязательства, получившего с высокий рейтинг.

⁵⁹ Report on the Role and Functions of credit rating agencies in the operations of the securities market. – US SEC, [January] 2003. – <http://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>.

⁶⁰ Securities and Exchange Commission (SEC). – <http://www.sec.gov/answers/adrs.htm>.

⁶¹ Credit Rating Agency Reform Act of 2006. – <http://www.theorator.com/bills109/s3850.html>.

В Европе усовершенствование деятельности рейтинговых агентств связано с Международной организацией комиссий по ценным бумагам (International Organization of Securities Commissions, IOSCO⁶²) и Базельским комитетом по банковскому надзору⁶³. Европарламент еще в 2003 г. начал обсуждать проблему качества работы рейтинговых агентств, а в начале 2004 г. была принята резолюция о роли и методах работы рейтинговых агентств. Европейской Комиссии было поручено до 31 июля 2005 г. изучить вопрос о регламентации работы рейтинговых агентств, в частности рассмотреть целесообразность создания отдельного органа для такой регламентации⁶⁴.

Во время этих дискуссий профессиональные участники рынка предложили свои варианты кодекса профессиональной этики для рейтинговых агентств. В частности, Ассоциация финансовых директоров промышленных и коммерческих предприятий Франции вместе с Ассоциацией корпоративных финансовых директоров Великобритании и Ассоциации финансовых менеджеров США в начале 2004 г. опубликовали проект «Кодекса для участников процесса определения рейтинга». В июне 2003 г. агентство Moody's опубликовало проект документа «Принципы профессиональной этики для кредитных рейтинговых агентств», а Standard & Poor's в сентябре 2004 г. – свой «Кодекс чести». В основе этих проектов были одинаковые общие принципы конфиденциальности, прозрачности информации, независимости агентства, предотвращение конфликтов интересов.

В дальнейшем IOSCO продолжила работу в этом направлении и в феврале 2004 г. объявила о намерении разработать Кодекс профессиональной этики для рейтинговых агентств. В июне 2004 г. были опубликованы требования Базельского комитета (обычно условно называемые «Базель – 2»)⁶⁵. Значение базельских рекомендаций состоит в том, что они акцентируют внимание на важной тенденции в перестройке архитектуры финансового рынка и переходу от доминирования на нем американских компаний к их равноправию с европейскими участниками рынка.

Хотя американская модель рейтингования возникла первой (благодаря чему три американских рейтинговых агентства приобрели статус международных), в последние десятилетия проявилась тенденция к формированию двух региональных систем рейтингования – азиатской и европейской. Эта тенденция связана с общим снижением доверия к объективности рейтингов ведущих международных агентств (независимо от того, чем вызвана такая

⁶² International Organization of Securities Commissions (IOSCO) Transparency and market fragmentation. Report from the Technical Committee of the International Organization of securities Commission. November 2001. – <http://www.iosco.com>.

⁶³ The Basel2 Portal: Basel II Information & Risk Management Systems. – <http://www.basel2.hk/index.html>.

⁶⁴ Rapport 2004 de l'AMF sur les agences de notation. – P. 12. – http://www.amf-france.org/documents/general/5845_1.pdf.

⁶⁵ The Basel2 Portal: Basel II Information & Risk Management Systems. – <http://www.basel2.hk/index.html>.

необъективность – сознательными действиями в интересах инвесторов или отсутствием возможности объективно оценить влияние специфики национальных рынков), что на практике часто приводит к конфликтам интересов.

В этом смысле, для национальных агентств вероятность конфликта интересов значительно меньшая, поскольку эти агентства зависят в большей мере от доверия национальных эмитентов, инвесторов и других пользователей рейтинга. Для региональных и национальных агентств репутация и максимальное удовлетворение потребностей клиентов на внутреннем рынке становится основной целью, к тому же цены в национальных рейтинговых агентствах значительно ниже (в 3-5 раз), чем в международных.

Развитие национальной системы рейтингования стимулирует участников национального финансового рынка к взаимодействию с глобальными агентствами и международными организациями. А общее усовершенствование норм корпоративного управления и отчетности компаний, повышение эффективности деятельности регулятивных органов, а также рейтинговых агентств, предлагающих комплекс информационно-аналитических и консалтинговых услуг, приведет к дальнейшему развитию рейтинговой культуры.

Для стран с формирующимися и развивающимися финансовыми рынками интересен опыт создания системы рейтинговых агентств в странах Азии, которые значительно отличаются по уровню экономического развития, правовым системам и культурным традициям. Это особенно обостряет проблему определения оптимальной структуры связей между участниками азиатского финансового рынка (некоторые из них первично фрагментированы) – проблему, актуальную для финансовых рынков в других регионах мира, в частности, в Восточной Европе.

Развитие азиатской системы рейтингования началось в Японии, где национальная система рейтинговых агентств была создана еще в конце 1970-х годов. В 1978 г. министерство финансов Японии опубликовало отчет о перспективах развития рынка облигаций, в котором признавалась необходимость потребностей создать рейтинговую систему подобную такой системе в США. В 1984 г. министерство финансов утвердило решение об увеличении количества рейтинговых агентств, подчеркивая важность независимости таких агентств. В 1985 г. было создано три независимых японских рейтинговых агентства (Japan Credit Rating Agency, Japan Rating and Investment Information, Japan Bond Research Institute), а международные агентства Moody's, Standard & Poor's, Fitch Investors Services открыли в Японии свои представительства.

После того, как компания Nippon Investors Service в апреле 1998 года объединилась с Japan Bond Research Institute, была создана компания Japan Rating and Investment Information, Inc (R&I), ведущее японское рейтинговое агентство, капитализация которого составляет 588 млн. иен⁶⁶. В 1999 году были внесены изменения в корпоративное законодательство, запретившие япон-

⁶⁶ About R&I. Corporate History. – <http://www.r-i.co.jp/eng/company/history.html>.

ским эмитентам размещать свои долговые обязательства в облигациях, если они не имеют рейтинга одного из рейтинговых агентств⁶⁷.

В других странах Азии создание национальных систем рейтингования активизировалось после кризиса в конце 1990-х гг. Развитию рейтинговых агентств в Азии способствовала также инициатива Азиатской ассоциации банков относительно ограничения доступа глобальных агентств на национальный рынок. Координирует деятельность рейтинговых агентств в Азии Ассоциация агентств кредитного рейтинга в Азии (Association of Credit Rating Agencies in Asia, ACRAA), членами которой являются 20 рейтинговых агентств из 11 стран Азии. Наибольшее влияние имеет японское агентство JCR (с уставным капиталом 584 млн. иен), а функции исполнительного директора выполняет филиппинское агентство PhilRatings⁶⁸.

Основной целью межгосударственного сотрудничества агентств стран Азии является преобразование локальных рейтингов в стандартный инструмент, признанный во всем регионе. Большинство рейтинговых агентств в странах Азии основано по инициативе регулирующих органов, а формирование рейтинговой системы в этом регионе финансируют МВФ, Мировой банк, Asia Development Bank, Asia Pacific Economic Cooperation. Однако зависимость от МВФ и Мирового банка привела к тому, что Standard & Poor и Moody's приобрели 30 % новых рейтинговых агентств, созданных в странах Азии.

В Западной Европе прослеживаются две основные тенденции. Первая – ориентация на использование услуг международных рейтинговых агентств (примером такого подхода является Франция), вторая – создание национальной системы рейтинговых агентств (Германия, Швеция и другие скандинавские страны, Словакия).

Во Франции основное значение на рынке рейтингования имеют представительства трех ведущих международных агентств – Moody's, Standard & Poor's, Fitch вместе с представительством канадского агентства Dominion Bond Rating Service Limited. Но при этом постепенно возрастает значение Coface Group, первоначально государственной компании по страхованию кредитования экспортных операций. В 1994 г. компания была приватизирована, а в 2002 г. поглощена Natexis Banques Populaires, но ее рейтинговый отдел продолжает активную работу и открыл представительства в странах Балтии, а также в России и Украине⁶⁹.

Среди клиентов французских рейтинговых агентств 52 % – банки и финансовые компании, 25 % – промышленные и коммерческие предприятия, что отображает структуру рынка ценных бумаг во Франции, на котором преобладают ценные бумаги финансовых учреждений. Доля компаний, для которых

⁶⁷ Yamori N. Credit Ratings in the Japanese Bond Market / N. Yamori, N. Nishigaki, Y. Asai // The Institute of Social and Economic Research at Osaka University. – <http://www.iser.osaka-u.ac.jp/library/dp/2006/DP0654.pdf>.

⁶⁸ Association of Credit Rating Agencies in Asia. – <http://www.acraa.com>.

⁶⁹ European Rating Agency. Methodology. – <http://www.euroratings.co.uk/index.php?section=pn>.

определяется рейтинг, составляют 70 % объема капитализации Парижской биржи. В 2003 г. общий оборот рейтинговых агентств во Франции составлял (по разным оценкам) от 10 до 46 млн. евро, увеличившись с 2001 г. в 2,7 раз. Две трети французских эмитентов имеют один рейтинг, одна треть пользуется услугами нескольких рейтинговых агентств.

В соответствии с принятым в 2003 г. законом (Loi de Securite financiere), Управление по регулированию финансовых рынков (Autorite des marches financiers, AMF) обязано ежегодно готовить отчет о деятельности во Франции рейтинговых агентств, прозрачности методов их работы и проблемах профессиональной этики⁷⁰.

Достаточно развита система рейтингования в Швеции, где с 1913 г. работает аналитическое кредитное бюро Soliditet. В 1993 г. это бюро приобрела американская компания Dun & Bradstreet (D&B), а в 2003 г. – Bonnier Affarsinformation Holding AB (Bonnier Business Information). Кроме того, в Швеции существует крупное рейтинговое агентство UCAB, владельцами которого являются основные шведские банки, а услугами пользуются клиенты во всем мире⁷¹. Следствием развитой системы рейтингования стало то, что корпоративные дефолты в Швеции – редкое явление⁷².

Больше всего национальная система рейтинговых услуг развита в Германии. Представительства международных агентств открылись во Франкфурте-на-Майне в 1991-1992 гг. Но международные рейтинговые агентства не смогли удовлетворить потребности немецкого рынка, так как немецкие банкиры были недовольны заниженными, по их мнению, рейтингами своих банков, а цена услуг оказалась слишком высокой для среднего бизнеса.

А когда компания Standard & Poor's снизила рейтинг немецкого промышленного гиганта Thyssen Krupp до спекулятивного уровня и заявила о планах пересмотреть рейтинги еще девяти немецких компаний, правительство Германии решило, что страны ЕС имеют достаточный потенциал для создания собственных рейтинговых структур, способных оценивать рынок эффективнее, чем американские агентства. После этого, с 1997 года в Германии возникло около 15 национальных рейтинговых агентств. Основные из них – Bay-Rate (Bavaria Rating AG), Coface @ Rating (Coface-Gruppe), Creditreform Rating (Internetpräsens der Creditreform Rating AG), e- Ratingservice AG, Euler Hermes Rating, MÄR (Gesellschaft für Mittelstands- und Arzterating), Rating-Allianz, RS Rating Services AG, URA (Unternehmens Ratingagentur)⁷³.

Стоимость рейтинга немецких национальных агентств для средних предприятий составляет от 3 до 45 тыс. евро, в то время как цена рейтинга от

⁷⁰ Rapport 2004 de l'AMF sur les agences de notation. – P. 4. – http://www.amf-france.org/documents/general/5845_1.pdf.

⁷¹ Jacobson T. Credit rating and the business cycle: can bankruptcies be forecast? / T. Jacobson, L. Jesper // Economic Review. – 2000. – №4. – P. 11-13. – http://www.riksbank.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Artiklar/PV/er00_4_artikel2.pdf. – P. 11-33.

⁷² Genworth Financial. – http://www.gemieurope.com/Publications/se/Nordic_Bulletin_Q306.pdf.

⁷³ Информация о деятельности немецких агентств представлена на их сайтах: Rating-links. – <http://www.rating-links.de/dir/rating-agenturen>.

международных агентств может достигать 100 тыс. долл. за год. В отличие от американской модели, ориентированной на публичность, немецкие компании обычно не заинтересованы в публикации рейтинга, используя его в конфиденциальных переговорах с кредиторами. Немецкие банки поддерживают развитие национальных рейтинговых агентств, являющихся альтернативой международным агентствам, а созданная в Германии система рейтингования оказывает значительное влияние на финансовый рынок и способствует переходу от традиционного банковского кредитования к использованию инвестиционных возможностей рынка ценных бумаг.

В целом, хотя тенденция к созданию национальной системы рейтинговых агентств прослеживается не во всех странах, в последнее время она все больше усиливается. Однако в восточноевропейских странах в основном работают представительства глобальных рейтинговых агентств. Интересен пример Словакии, где создано Словенское рейтинговое агентство (*Slovenská ratingová agentúra, a.s. – SRAT*), вошедшее в *European Rating Agency (ERA)* в Лондоне и предоставляющее свои услуги на уровне европейских⁷⁴.

В России рейтинговые агентства начали создаваться с 1997 г. Хотя было заявлено о создании около сорока рейтинговых агентств, реально работает небольшое количество основных агентств (не более десяти), а соответствует международным стандартам для таких агентств еще меньшее их количество, возможно не более одного-двух⁷⁵.

Практика обязательного рейтингования ценных бумаг существует почти во всех странах Азии (Китай, Япония, Корея, Индия, Таиланд, Малайзия) и в некоторых латиноамериканских (Мексика, Чили), где получение рейтинга – обязательное условие для регистрации эмиссии и допуска долговых ценных бумаг на финансовый рынок. В Восточной Европе обязательным является рейтингование в Украине.

Использование обязательного рейтингования вызывало немало критических замечаний. Основной аргумент против обязательного рейтингования состоит в том, что оно разрушает рыночный принцип взаимодействия эмитента и инвестора, поскольку эмитент имеет право решать, нужен ли ему рейтинг, а инвестор – доверяет ли он эмитенту без рейтинга (а также доверяет ли он рейтингу вообще). Если же рейтинг становится обязательным условием, доверие к нему утрачивается. К тому же, для европейской практики принцип обязательного рейтингования вообще не характерен.

В целом, можно считать, что для формирующихся и развивающихся финансовых рынков перспективным является создание национальной системы независимых рейтинговых агентств по европейской модели, работающих по национальной рейтинговой шкале и на основе принципа добровольности, что даст возможность эффективнее решать задачи, стоящие перед системой кредитного рейтингования.

⁷⁴ Slovenská ratingová agentúra. – http://www.slovakrating.sk/sk/rating/r_proces.html.

⁷⁵ Моисеев С. Регулирование деятельности рейтинговых агентств / С. Моисеев // Вопросы экономики. – 2009. – № 2. – С. 42. – http://www.mifp.ru/general/upload/content_list/cei/moiseev2-09.pdf.

Приложения

Приложения к части 2

Таблица 2.1

Динамика изменений в различных секторах экономики
(добавленная стоимость в % от общего объема
валовой добавленной стоимости)¹.

Сектор экономики	США				Германия				Франция				Польша			
	1990	2003	2006	2007	1990	2003	2006	2007	1990	2003	2006	2007	1990	2003	2006	2007
Сельское хозяйство	2,1	1,5	н/д	н/д	1,7	1,1	-3,2	4,1	3,7	2,6	-1,5	1,8	6,5	3	-2,2	0,7
Промышленность	23,5	17	1,2	н/д	31,4	21,4	4,8	4,9	22,7	18,8	1,5	2,1	29,7	24,8	10,3	9,2
Транспорт, торговля, гостиничное и ресторанное хозяйство	21,9	22,1	18,8	н/д	17,4	18	17,9	17,6	20	18,6	19	18,7	26,4	30,4	24,7	24,9
Строительство	4,6	5	5,1	н/д	6,1	4,2	3,8	4	5,7	5	6,2	6,5	7,1	5,8	6,4	7,9
Государственные и индивидуальные услуги	23,2	22,7	24,6	н/д	20,4	21,7	22,2	21,9	21,4	24,0	25,4	25,3	19,4	20,2	18,9	18,3
Финансовые услуги	24,8	30,3	33,1	н/д	26,8	31	29,4	29,2	23,2	30,5	32,9	33,3	10,9	15,7	18,3	18,4

* н/д – нет данных

¹ Составлено по данным : Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Factbook 2005. Macroeconomic Trends. – <http://fiordiliji.sourceoecd.org/factbookpdfs/02-03-02.pdf>.

Добавленная стоимость в сфере финансовых услуг – банки, страхование и прочие финансовые услуги
(% от валовой добавленной стоимости)².

Страна	Год										
	1990	1995	1999	2000	2001	2002	2003	2006	2007		
Бельгия	23	25,9	28,2	28	28	27,9	28,5	28,7	29		
Франция	26,8	27,7	29,2	29,9	29,6	29,9	31	32,9	33,3		
Германия	23,2	27,3	29,7	29,8	29,9	30,2	30,5	29,4	29,2		
Ирландия	15,4	16,5	20,2	20,9	21,3	21,6	..	27,7	28,1		
Италия	21	23,3	25,4	26	26,4	27	27,3	27,2	27,6		
Япония	21,2	23,7	25,4	26	26,9	27,4		26,7	н/д		
Люксембург	29,2	40,2	44,8	44,4	44,2	46,1	47,2	48,5	47,5		
Нидерланды	19,8	23	26,3	26,4	26,4	26,5	..	27,8	28,3		
Польша	..	10,9	15	15,5	16,1	16	15,7	18,3	18,4		
Испания	17,9	18,6	19	19,3	20	19,9	20,1	21,5	22,1		
Великобритания	21,9	24	26,8	27,1	27,9	27,6	27,3	31	31,9		
США	24,8	26,3	29	29,7	30,3	н/д	н/д	33,1	н/д		

* н/д – нет данных

² Organization of Economic Co-operation and Development (OECD), Factbook 2007. Macroeconomic Trends. – <http://titania.sourceoecd.org/factbookpdfs/02-01-02.pdf>.

Таблица 2.3

Капитализация национальных рынков акций (млрд. дол. США)³

Страна	1996			1997			1998			1999			2000			2001			2002		
	ВВП	Капитализация рынка акций	Капитализация рынка акций /ВВП (в %)	ВВП	Капитализация рынка акций	Капитализация рынка акций /ВВП (в %)	ВВП	Капитализация рынка акций	Капитализация рынка акций /ВВП (в %)	ВВП	Капитализация рынка акций	Капитализация рынка акций /ВВП (в %)	ВВП	Капитализация рынка акций	Капитализация рынка акций /ВВП (в %)	ВВП	Капитализация рынка акций	Капитализация рынка акций /ВВП (в %)	ВВП	Капитализация рынка акций	Капитализация рынка акций /ВВП (в %)
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
Австрия	194	34	18	199	37	19	171	35	20	216	33	15	230	30	13	231	25	11	244	34	14
Бельгия	232	н/д	н/д	243	н/д	н/д	248	244	98	259	184	71	282	178	63	230	146	63	246	128	52
Великобритания	1 220	1 643	135	1 308	1 996	153	1 363	2 373	174	1 423	2 855	201	1 533	2 612	170	1 631	2 165	133	1 713	1 801	105
Венгрия	97	н/д	н/д	103	н/д	н/д	110	н/д	н/д	116	н/д	н/д	125	12	10	138	6	4	149	13	9
Германия	1 892	665	35	1 936	825	43	1 990	1 087	55	2 064	1 432	69	2 130	1 270	60	2 212	1 072	48	2 275	686	30
Голландия	352	375	107	376	469	125	400	600	150	426	695	163	468	—	0	494	551	112	516	443	86
Гонконг	125	449	359	140	413	295	152	344	226	160	609	381	165	623	378	167	506	303	170	463	272
Греция	163	24	15	173	34	20	179	80	45	185	196	106	201	108	54	218	84	39	237	66	28
Дания	127	71	56	134	94	70	139	99	71	143	105	73	154	108	70	156	85	54	165	77	46
Эстония	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	6	2	33	7	2
Индия	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	473	110	23	530	170	32
Ирландия	71	35	49	80	49	61	89	67	75	97	69	71	109	82	75	118	75	64	130	60	46
Испания	661	241	36	701	290	41	751	400	53	792	432	55	857	504	59	920	468	51	994	462	46
Италия	1 242	257	21	1 285	345	27	1 351	566	42	1 377	728	53	1 456	768	53	1 546	528	34	1 532	477	31

³ OECD Gross domestic product: GDP, US \$, current prices, current PPPs, millions. – <http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=2357>; The World Bank. – <http://siterources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/GDP.pdf>; The World Federation of Exchanges Market Capitalization of Shares of Domestic Companies 1996. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/1996/market-capitalization-shares-domestic-companies>; The World Federation of Exchanges Market Capitalization of Shares of Domestic Companies 1998. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/1998/market-capitalization-shares-domestic-companies>; The World Federation of Exchanges Market Capitalization of Shares of Domestic Companies 2000. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2000/market-capitalization-shares-domestic-companies>; The World Federation of Exchanges Market Capitalization of Shares of Domestic Companies 2002. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2002/market-capitalization-shares-domestic-companies>; The World Federation of Exchanges Market Capitalization 2004. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2004/domestic-market-capitalization>; The World Federation of Exchanges Domestic Market Capitalization 2006. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2006/domestic-market-capitalization>; The World Federation of Exchanges Market Domestic Market Capitalization 2008. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2008/equity-markets/domestic-market-capitalization>.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
Канада	691	487	70	732	568	78	771	543	70	825	801	97	873	837	96	910	697	77	938	570	61
Китай	850	972	114	920	839	91	1 000	734	73	1 100	1 241	113	1 200	1 055	88	1 325	524	40	1 545	1 178	76
Латвия	4	1	16	4	1	17	4	1	17	5	1	17	5	1	19	5	1	20	7	1	14
Литва	9	1	7	9	1	7	10	1	7	10	1	7	11	1	7	12	1	8	15	2	13
Люксембург	17	32	188	17	34	200	18	38	211	21	36	171	23	34	148	24	24	100	26	25	95
Польша	311	8	3	340	12	4	363	20	6	383	30	8	404	31	8	419	26	6	442	29	7
Португалия	137	24	18	146	39	27	154	63	41	164	68	41	175	61	35	183	46	25	191	45	23
Россия	334	н/д	н/д	339	н/д	н/д	320	н/д	н/д	260	н/д	н/д	259	н/д	н/д	254,73	76	30	253	119	47
Румыния	30	1	2	32	1	3	34	1	3	36	1	3	38	2	5	40	2	5	51	3	6
Словакия	49	1	2	52	2	4	56	3	5	56	3	5	59	3	5	65	1	2	70	3	4
США	7 762	8 354	108	8 251	10 618	129	8 695	12 522	144	9 216	16 643	181	9 765	15 131	155	10 076	13 827	137	10 418	11 056	106
Тайвань	274	274	100	300	297	99	270	260	96	379	377	99	248	248	100	292	293	100	304	261	86
Украина	43	0,4	1	48	306	638	30	0,02	0	25	0,08	0,3	31	1	3	38	2	5	42	10	24
Финляндия	99	63	64	108	73	68	117	154	132	122	349	286	133	294	221	138	191	138	143	139	97
Франция	1 243	587	47	1 302	676	52	1 369	985	72	1 425	1 503	105	1 533	1 400	91	1 630	1 068	66	1 711	905	53
Чехия	141	н/д	н/д	143	н/д	н/д	144	н/д	н/д	147	н/д	н/д	154	н/д	н/д	165	6	4	172	6	3
Швеция	200	240	120	207	265	128	215	279	130	229	373	163	246	792	322	249	527	212	259	179	69
Южная Корея	657	139	21	699	42	6	658	115	17	731	306	42	806	148	18	860	220	26	936	216	23
Япония	2 964	3 106	105	3 061	2 217	72	3 032	2 496	82	3 071	4 555	148	3 246	3 194	98	3 331	2 294	69	3 417	3 500	102

Страна	2003			2004			2005			2006			2007			2008		
	ВВП	Капитализация рынка акций	Капитал/ВВП (в %)	ВВП	Капитализация рынка акций	Капитал/ВВП (в %)	ВВП	Капитализация рынка акций	Капитал/ВВП (в %)	ВВП	Капитализация рынка акций	Капитал/ВВП (в %)	ВВП	Капитализация рынка акций	Капитал/ВВП (в %)	ВВП	Капитализация рынка акций	Капитал/ВВП (в %)
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Австрия	252	57	22	266	88	33	276	126	46	292	193	66	309	236	76	316	76	24
Бельгия	313	170	54	323	269	83	336	264	79	354	335	95	376	404	107	374	360	96
Великобритания	1 778	2 460	138	1 900	2 865	151	1 969	3 058	155	2 068	3 794	183	2 167	3 852	178	2 200	1 868	85
Венгрия	157	19	12	164	28	17	171	33	19	182	42	23	189	46	24	194	18	9
Германия	2 358	1 079	46	2 468	1 195	48	2 588	1 221	47	2 704	1 638	61	2 829	2 105	74	2 923	1 111	38
Голландия	515	539	105	541	612	113	573	509	89	607	725	120	642	575	90	680	530	78
Гонконг	175	715	408	175	217	124	182	1 055	580	190	1 715	903	201	2 654	1 320	215	1 329	618
Греция	249	104	42	267	122	46	277	145	52	298	208	70	318	265	83	329	91	28
Дания	164	118	72	175	155	89	180	160	89	190	240	126	196	291	148	200	67	34
Эстония	7	3	43	10	5	45	13	6	46	17	8	47	20	10	50	23	11	47
Индия	600	220	37	670	750	112	750	1 069	143	874	1 593	182	1 000	3 479	348	1 217	1 247	102
Ирландия	137	85	62	148	114	77	161	114	71	178	163	92	196	144	73	282	49	17
Испания	1 040	726	70	1 109	941	85	1 188	960	81	1 301	1 323	102	1 417	1 800	127	1 456	948	65
Италия	1 564	615	39	1 596	790	49	1 649	798	48	1 737	1 027	59	1 813	1 073	59	1 849	522	28
Канада	990	889	90	1 050	1 178	112	1 131	1 482	131	1 204	1 701	141	1 270	2 187	172	1 400	1 033	74
Китай	1 700	1 721	101	1 950	1 950	100	2 200	2 198	100	2 645	3 752	142	3 042	7 748	255	3 860	3 479	90
Кувейт	9	2	22	12	3	25	16	4	25	20	5	25	25	8	32	34	8	25
Латвия	18	3	17	21	4	19	25	5	20	30	6	20	40	10	25	45	9	20
Литва	27	37	136	30	50	168	32	51	161	36	80	222	38	166	432	38	67	177
Люксембург	458	37	8	497	72	14	526	94	18	566	152	27	613	212	35	673	91	14
Польша																		
Португалия	196	62	32	201	74	37	218	94	43	229	106	46	242	147	61	246	140	57

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Россия	293	165	56	333	198	59	1 698	357	21	1 800	956	53	2 088	1 351	65	2 200	347	16
Румыния	66	4	6	84	5	6	103	6	6	122	7	6	144	10	7	200	9	5
Словакия	73	3	4	79	10	12	87	8	9	97	15	15	108	29	27	119	12	10
США	10 908	14 266	131	11 631	16 324	140	12 364	17 001	138	13 117	19 569	149	13 742	19 922	145	14 204	11 605	82
Таивань	316	379	120	330	441	134	345	476	138	365	595	163	387	664	172	400	357	89
Украина	50	20	40	65	32	49	87	47	54	106	78	74	143	213	149	123	46	37
Финляндия	144	170	118	156	184	118	161	184	114	172	310	180	184	359	196	189	200	106
Франция	1 701	1 238	73	1 768	1 436	81	1 869	1 551	83	1 961	2 313	118	2 081	2 737	132	2 115	1 400	66
Чехия	184	7	4	197	8	4	208	10	5	226	15	7	248	20	8	258	6	2
Швеция	269	293	109	289	377	131	292	347	119	313	616	197	335	577	172	344	400	116
Южная Корея	964	298	31	1 041	389	37	1 097	718	65	1 195	834	70	1 300	1 123	86	1 358	471	35
Япония	3 510	4 905	140	3 710	5 845	158	3 873	7 543	195	4 081	4 796	118	4 293	4 664	109	4 909	3 116	63

Таблица 2.4

Количество компаний (в различных странах), акции которых участвовали
в торгах на организованном рынке в 2006–2008 гг.⁴

Страна	2006	2007	2008
Испания	3378	3537	3576
Великобритания	3256	3307	3096
Германия	760	866	892
Италия	290	295	280
Польша	265	375	458
Словакия	187	160	193
Австрия	113	119	118
Словения	100	87	84
Румыния	53	54	64
Венгрия	41	41	43
Чехия	32	32	29
Украина	318	335	287
Болгария	н/д	369	399
Кипр	141	123	119
Люксембург	260	261	261
Мальта	15	16	19
Норвегия	229	248	259
Швейцария	н/д	341	323
Греция	н/д	283	292

⁴ Federation of European Securities Exchanges. European Exchange Report 2008. – http://www.fese.eu/_lib/files/RA_FESE_European_Exchange_report_31Jan08.pdf.

Таблица 2.5.

Доля акций 5-ти крупнейших компаний в торговом обороте бирж на развитых финансовых рынках и на формирующихся и развивающихся финансовых рынках (март 2008 г.)⁵.

Фондовая биржа	Название компании	% оборота
1	2	3
Пражская	CEZ	41,45
	Erste Bank	14,88
	Komerční Banka	14,60
	Telefónica O2 C.R.	10,01
	Zentiva	5,92
		всего топ-5:86,86
Будапештская	OTP	64,89
	MOL	20,45
		6,41
	Mtelekom	4,44
	Egis	0,87
		всего топ-5:97,06
Варшавская	KGHM	12,75
	PKO BP	11,14
	TPSA	11,12
	Pekao	10,05
	Pknorlen	8,09
		всего топ-5:53,15
Бухарестская	Banca Transilvania	17,77
	BRD-Groupe Societe Generale	17,68
	Petrom SA	12,97
	Erste Bank	9,04
	Transgaz SA	8,65
		всего топ-5:66,11
Люблинская	KRKA	44,96
	Telekom Slovenije	9,30
	Nova KBM	8,45
	Mercator	6,19
	Pivovarna Lasko	5,40
		всего топ-5:74,30
Братиславская	Vseobecna Uverova Banka	66,86
	Tatra Banka	12,03
	Slovenske Energeticke Strojarnje	5,00
	1 Garantovana 02	3,04
	Slovnaft	2,96
		всего топ-5:89,89

⁵ Federation of European Securities Exchanges. European Securities Exchange Statistics. Table 5: Top 5 Most Traded Shares. March 2008. – <http://www.fese.be/en/?inc=art&id=3>.

Продолжение таблицы 2.5

1	2	3
ПФТС	ОАО «Укрнефть»	7,01
	ОАО «Шахта Красноармейская – Западная №1»	4,35
	ОАО «Райффайзен Банк Аваль»	4,13
	ОАО «Азовсталь»	3,92
	ОАО «Енакиевский металлургический завод»	3,90
		всего топ-5: 23,31
ФБ ММВБ, РТС,	ОАО «Газпром»:	32,5
ФБ «Санкт-Петербург»	ОАО «Сбербанк России»	13,9
	ОАО «Лукойл»	12,4
	ОАО ГМК «Норильский никель»	10,7
	ОАО Банк ВТБ	2,96
		всего топ- 5: 75,7
Лондонская	HSBC Hldgs	5,00
	Barclays	3,34
	BHP Billiton	3,21
	Royal Bank Of Scotland	3,11
	Rio Tinto	3,09
		всего топ-5:17,75
Euronext Париж	Societe Generale	7,03
	Total	5,78
	BNP Paribas	5,71
	AXA	4,81
	France Telecom	4,12
		всего топ-5:27,45
Deutsche Börse	Siemens AG NA	7,71
	Allianz SE VNA O.N.	7,17
	Deutsche Bank AG NA O.N.	5,93
	E.ON AG O.N.	5,90
	Daimler AG NA O.N.	5,51
		всего топ-5:32,22

Таблица 2.6

Ликвидность национальных рынков акций
(в млрд. долл. США и в % от ВВП), 1996–2008 гг.⁶

Страна	1996			1997			1998			1999			2000			2001			2002		
	Объем торговли акциями	Капитализация рынка акций	Капитализация (в %)	Объем торговли акциями	Капитализация рынка акций	Капитализация (в %)	Объем торговли акциями	Капитализация рынка акций	Капитализация (в %)	Объем торговли акциями	Капитализация рынка акций	Капитализация (в %)	Объем торговли акциями	Капитализация рынка акций	Капитализация (в %)	Объем торговли акциями	Капитализация рынка акций	Капитализация (в %)	Объем торговли акциями	Капитализация рынка акций	Капитализация (в %)
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
Австрия	10	34	30	12	37	34	18	35	53	13	33	38	10	30	32	7,3	2,5	29	6	34	18
Бельгия	22	н/д	н/д	29	н/д	н/д	284	244	116	257	184	140	270	178	152	172	146	118	130	128	102
Великобритания	589	1 643	36	833	1 996	42	1 044	2 373	44	1 426	2 835	50	1 863	2 612	71	1 877	2 165	87	1 881	1 801	104
Венгрия	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	12	12	101	4,8	6	80	6	13	45
Германия	788	665	118	1 020	825	124	1 393	1 087	128	1 376	1 432	96	1 799	1 270	142	1 306	1 072	122	1 110	686	162
Голландия	171	375	46	263	469	56	385	600	64	442	695	64	330	600	55	260	551	47	200	443	45
Гонконг	166	449	37	453	413	110	206	344	60	228	609	37	373	623	60	238,1	506	47	194	463	42

⁶ The World Federation of Exchanges Market Capitalization of Shares of Domestic Companies 1996. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/1996/market-capitalization-shares-domestic-companies>; The World Federation of Exchanges Market Capitalization of Shares of Domestic Companies 1998. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/1998/market-capitalization-shares-domestic-companies>; The World Federation of Exchanges Market Capitalization of Shares of Domestic Companies 2000. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2000/market-capitalization-shares-domestic-companies>; The World Federation of Exchanges Market Capitalization of Shares of Domestic Companies 2002. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2002/market-capitalization-shares-domestic-companies>; The World Federation of Exchanges Market Capitalization of Shares of Domestic Companies 2004. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2004/market-capitalization-shares-domestic-companies>; The World Federation of Exchanges Market Capitalization 2006. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2006/market-capitalization-shares-domestic-companies>; The World Federation of Exchanges Market Capitalization 2008. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2008/equity-markets/domestic-market-capitalization>; Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Річний звіт за 2003 рік. – <http://www.ssmsc.gov.ua>ShowPage.aspx?PageID=369&Print=P>; Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Річний звіт за 2008 рік. – <http://www.ssmsc.gov.ua>ShowPage.aspx?PageID=12>; Міркін Я.М. Российский рынок ценных бумаг: риски, рост, значимость. – http://www.mirkin.ru/_docs/_stat/ireb15.pdf.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
Греция	8	24	34	21	34	62	50	80	63	184	196	94	92	108	85	37,2	84	44	23	66	35
Дания	33	71	47	43	94	46	64	99	65	61	105	58	88	108	81	66,1	85	78	49	77	63
Эстония	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	0,7	2	35	1	2	30
Индия	32	н/д	н/д	43	н/д	н/д	11	н/д	н/д	17	н/д	н/д	15	н/д	н/д	9,5	110	9	13	170	8
Ирландия	12	35	34	17	49	35	40	67	60	48	69	69	14	82	17	22,5	75	30	33	60	55
Испания	476	241	198	902	290	311	1 089	400	272	1 181	432	273	1 575	504	312	1 498,7	468	320	649	462	141
Италия	103	257	40	203	345	59	486	566	86	536	728	74	2 938	768	383	2 172	528	411	577	477	121
Канада	266	487	55	355	568	63	369	543	68	385	801	48	646	837	77	461,5	697	66	397	570	70
Китай	767	972	79	1 863	839	222	1 188	734	162	1 303	1 241	105	1 481	1 055	140	887	524	169	1 272	1 178	108
Латвия	0	1	46	0	1	57	1	1	67	0	1	54	0	1	50	0	1	17	0	1	19
Литва	0	1	50	0	1	67	1	1	77	0	1	61	0	1	56	0	1	29	0	1	36
Люксембург	1	32	2	1	34	1	1	38	3	1	36	3	1	34	4	0	24	2	0	25	1
Польша	6	8	69	8	12	66	9	20	45	11	30	37	19	31	62	10	26	38	8	29	27
Португалия	7	24	29	21	39	53	50	63	79	40	68	59	55	61	90	28	46	60	26	45	58
Россия	н/д	н/д	н/д	25	134	19	11	11	100	6	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	30	76	39	50	119	42
Словакия	1	1	50	1	2	25	1	3	27	1	3	30	1	3	20	1	1	90	1	3	40
США	7 090	8 354	85	9 464	10 618	89	12 604	2 522	101	18 919	16 643	114	30 972	5 131	205	21 607	13 827	156	17 053	11 056	154
Тайвань	470	274	172	1 291	297	435	892	260	343	910	377	241	983	248	396	544	293	186	633	261	242
Украина	н/д	0,4	н/д	н/д	306	н/д	н/д	0,02	н/д	0	0,08	551	2	1	221	2	2	88	6	10	64
Финляндия	22	63	35	36	73	49	61	154	40	110	349	31	206	294	70	180,1	191	94	177	139	127
Франция	1 242	587	212	1 789	676	265	2 589	985	263	3 575	1 503	238	3 400	1 400	243	3 150	1 068	295	1 942	905	215
Чехия	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	4	6	67	4	6	70
Швеция	131	240	54	158	265	60	203	279	73	240	373	64	390	792	49	304,7	527	58	220	179	123
Южная Корея	178	139	128	171	42	407	145	115	126	733	306	239	556	148	376	381	220	173	596	216	276
Япония	1 189	3 106	38	1 116	2 217	50	932	2 496	37	1 891	4 555	42	2 640	3 194	83	1 827	2 294	80	1 669	3 500	48

Страна	2003			2004			2005			2006			2007			2008		
	Объем торговли акциями	Капитализация рынка акций	Объем торгов/ акций (в %)	Объем торговли акциями	Капитализация рынка акций	Объем торгов/ акций (в %)	Объем торговли акциями	Капитализация рынка акций	Объем торгов/ акций (в %)	Объем торговли акциями	Капитализация рынка акций	Объем торгов/ акций (в %)	Объем торговли акциями	Капитализация рынка акций	Объем торгов/ акций (в %)	Объем торговли акциями	Капитализация рынка акций	Объем торгов/ акций (в %)
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Австрия	11	57	19	24	88	27	46	126	36	80	193	41	122	236	51	103	76	135
Бельгия	250	170	147	500	269	186	502	264	190	680	335	203	820	404	203	800	360	222
Великобритания	2 143	2 460	87	2 940	2 865	103	3 186	3 058	104	4 284	3 794	113	6 057	3 852	157	4 375	1 868	234
Венгрия	8	19	43	13	28	46	24	33	74	37	42	88	48	46	103	31	18	170
Германия	1 201	1 079	111	1 404	1 195	118	1 750	1 221	143	2 483	1 638	152	3 981	2 105	189	4 190	1 111	377
Голландия	300	539	56	360	612	59	260	509	51	400	725	55	421	575	73	480	530	91
Гонконг	295	715	41	439	217	202	464	1 055	44	830	1 715	48	2 130	2 654	80	1 629	1 329	123
Греция	39	104	38	44	122	36	64	145	44	104	208	50	154	265	58	103	91	113
Дания	62	118	53	90	155	58	100	160	63	190	240	79	210	291	72	180	67	269
Эстония	1	3	40	3	5	71	5	6	75	6	8	75	8	10	80	9	11	86
Индия	15	220	7	379	750	51	474	1 069	44	638	1 593	40	1 095	3 479	31	1 027	1 247	82
Ирландия	44	85	51	44	114	39	64	114	56	80	163	49	137	144	95	81	49	165
Испания	928	726	128	1 195	941	127	1 547	960	161	1 916	1 323	145	2 957	1 800	164	2 405	948	254
Италия	708	615	115	875	790	111	1 217	798	152	1 504	1 022	147	2 223	1 073	207	1 448	522	277
Канада	471	889	53	650	1 178	55	899	1 482	61	1 273	1 701	75	1 616	2 187	74	1 704	1 033	165
Китай	1 471	1 721	85	1 985	1 950	102	1 748	2 198	80	3 118	3 752	83	10 021	7 748	129	16 884	3 479	198
Латвия	0	2	17	0	2	13	0	2	12	0	3	7	0	3	7	0	2	7
Литва	1	3	30	1	5	31	2	7	25	2	10	21	2	10	18	2	9	17
Люксембург	0	37	1	0	50	0	0	51	0	0	80	0	0	166	0	2	67	3
Польша	9	37	24	16	72	22	29	94	31	55	152	36	85	212	40	67	91	74
Португалия	28	62	45	35	74	47	48	94	51	55	106	52	83	147	56	70	140	50

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Россия	76	165	46	106	198	54	210	357	59	583	956	61	860	1 351	64	320	347	92
Словакия	1	3	23	1	10	10	1	8	15	2	15	13	4	29	15	2	12	19
США	16 045	14 266	112	19 103	16 324	117	22 035	17 001	130	30 531	19 569	156	52 937	19 922	266	64 612	1 605	557
Тайвань	591	379	156	719	441	163	585	476	123	736	595	124	1 007	664	152	829	357	232
Украина	14	20	72	26	32	82	36	47	76	45	78	57	56	213	26	46	46	100
Финляндия	163	170	96	192	184	104	200	184	109	320	310	103	370	359	103	198	200	99
Франция	1 911	1 238	154	2 425	1 436	169	2 777	1 551	179	3 834	2 313	166	5 613	2 737	205	4 397	1 400	314
Чехия	5	7	71	6	8	73	8	10	77	13	15	87	18	20	89	6	6	97
Швеция	260	293	89	61	377	16	95	347	27	1 285	616	209	1 717	577	298	1 341	400	335
Южная Корея	459	298	154	625	389	160	1 211	718	169	1 339	834	160	2 005	1 123	179	1 432	471	304
Япония	2 199	4 905	45	3 314	5 845	57	4 641	7 543	62	6 024	4 796	126	6 668	4 664	143	5 842	3 116	187

Таблица 2.7
Объем долговых инструментов, находящихся в обращении на национальных рынках ценных бумаг
(млрд. долл. США), 1996–2008 гг.⁷

Страна	1996			1997			1998			1999			2000			2001			2002		
	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
Австрия	194	199	103	199	191	96	171	211	124	216	214	99	230	222	96	231	227	98	244	287	118
Бельгия	232	520	224	243	463	191	248	483	195	259	458	177	282	454	161	230	455,4	198	246	564	229
Великобритания	1 220	916	75	1 308	979	75	1 363	1 065	78	1 423	1 205	85	1 533	1 231	80	1 631	1 281	79	1 713	1 541	90
Венгрия	97	29	29	103	25	25	110	28	25	116	29	25	125	27	21	138	29,8	22	149	41	28
Германия	1 892	2 204	117	1 936	2 110	109	1 990	2 492	125	2 064	2 474	120	2 130	2 572	121	2 212	2 519	114	2 275	3 147	138
Голландия	352	441	125	376	441	117	400	531	133	426	576	135	468	645	138	494	696	141	516	879	170
Гонконг	125	49	39	140	64	46	152	63	41	160	70	44	165	75	46	167	83	50	170	88	52

⁷ Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Річний звіт за 2003 рік. – <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=364>; Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Річний звіт за 2008 рік. – <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>; BIS Quarterly Review. – 2009. – June. – http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0906.pdf; BIS Quarterly Review. – 2006. – December. – http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0612.pdf; BIS Quarterly Review. – 2004. – December. – http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0412.pdf; BIS Quarterly Review. – 2002. – December. – http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0212.htm; BIS Quarterly Review. – 2000. – November. – http://www.bis.org/publ/r_qa0011.pdf; BIS Quarterly Review. – 1998. – November. – http://www.bis.org/publ/r_qa9811.pdf; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD) Gross domestic product: GDP, US \$, current prices, current PPPs, millions. – <http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=2357>; The World Bank. – <http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/GDP.pdf>.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
Греция	163	122	75	173	116	67	179	126	70	185	116	63	201	115	57	218	122	56	237	179	76
Дания	127	315	248	134	288	215	139	317	228	143	284	198	154	270	175	156	276,8	177	165	341	207
Индия	н/д	86	н/д	81	н/д	81	н/д	91	н/д	н/д	107	н/д	н/д	118	н/д	473	134	28	530	159	30
Ирландия	71	51	72	80	51	63	89	56	63	97	62	64	109	65	60	118	74,9	63	130	103	79
Испания	661	474	72	701	457	65	751	533	71	792	566	71	857	573	67	920	599,6	65	994	778	78
Италия	1 242	1 803	145	1 285	1 594	124	1 351	1 722	127	1 377	1 596	116	1 456	1 583	109	1 546	1 669,1	108	1 532	2 085	136
Канада	691	748	108	732	757	103	771	758	98	825	847	103	873	830	95	910	827,4	91	938	866	92
Китай	850	76	9	920	101	11	1 000	144	14	1 100	177	16	1 200	220	18	1 325	256,2	19	1 545	359	23
Латвия	4	1	25	4	1	24	4	1	23	5	1	22	5	1	21	5	1	20	7	2	29
Литва	9	1	11	9	1	11	10	1	11	10	1	10	1	2	18	12	2	17	15	3	20
Люксембург	17	7	39	17	8	44	18	9	47	21	9	43	23	12	54	24	20,3	85	26	32	123
Польша	311	37	12	340	37	11	363	46	13	383	43	11	404	50	12	419	61,8	15	442	75	17
Португалия	137	76	56	146	69	47	154	82	53	164	88	53	175	99	57	183	116,6	64	191	163	85
Россия *	334	44	13	339	73	22	320	28	9	260	28	11	259	46	18	255	44	17	253	50	20
Словакия	49	0	0	52	0	1	56	2	3	56	2	4	59	3	5	65	3	4	70	3	4
США	7 762	11 612	150	8 251	12 436	151	8 695	13 758	158	9 216	15 144	164	9 765	16 032	164	10 076	17 365	172	10 418	18 795	180
Тайвань	274	104	38	300	108	36	270	132	49	379	134	35	248	130	52	292	132	45	304	153	50
Украина *	43	0	0	48	0	0	30	0	0	25	0,03	0,1	31	1,15	3,72	38	1,30	3,41	42	2,03	5
Финляндия	99	131	132	108	119	110	117	129	111	122	117	96	133	107	80	138	106,4	77	143	134	93
Франция	1 243	1 481	119	1 302	1 364	105	1 369	1 466	107	1 425	1 381	97	1 533	1 446	94	1 630	1 522	93	1 711	1 925	112
Чехия	141	12	9	143	13	9	144	23	16	147	27	18	154	25	16	165	27	17	172	46	26
Швейцария	200	391	195	207	343	166	215	350	163	229	340	149	246	298	121	249	258,9	104	259	329	127
Южная Корея	657	324	49	699	202	29	658	355	54	731	409	56	806	421	52	860	480,4	56	936	585	63
Япония	2 964	4 793	162	3 061	4 463	146	3 032	5 172	171	3 071	6 339	206	3 246	5 987	184	3 331	5 732	172	3 417	6 620	194

* Данные по России и Украине приведены без учета объема векселей, находящихся в обороте на рынках данных стран.

Страна	2003			2004			2005			2006			2007			2008		
	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Австрия	252	369	146	266	428	161	276	422	153	292	524	180	309	656	212	316	697	220
Бельгия	313	700	224	323	787	243	336	697	208	354	828	234	376	1 043	278	374	1 113	298
Великобритания	1 778	1 905	107	1 900	2 416	127	1 969	2 535	129	2 068	3 296	159	2 167	3 833	177	2 200	3 970	180
Венгрия	157	54	34	164	68	42	171	67	39	182	87	48	189	108	57	194	118	61
Германия	2 358	3 975	169	2 468	4 491	182	2 588	4 107	159	2 704	4 837	179	2 829	5 627	199	2 923	5 490	188
Голландия	515	1 171	228	541	1 394	258	573	1 411	246	607	1 708	282	642	2 010	313	680	2 058	303
Гонконг	175	97	56	175	102	58	182	109	60	190	115	61	201	121	60	215	119	55
Греция	249	235	102	267	335	125	277	353	128	298	462	155	318	588	185	329	641	195
Дания	164	435	265	175	523	300	180	502	279	190	580	306	196	710	362	200	732	366
Индия	600	207	34	670	256	38	750	290	39	874	346	40	1 000	496	50	1 217	468	38
Ирландия	137	171	125	148	240	162	161	285	177	178	420	236	196	526	268	282	595	211
Испания	1 040	1 118	107	1 109	1 464	132	1 188	1 625	137	1 301	2 315	178	1 417	3 169	224	1 456	3 326	228
Италия	1 564	2 664	170	1 596	3 106	195	1 649	2 892	175	1 737	3 505	202	1 813	4 200	232	1 849	4 494	243
Канада	990	1 061	107	1 050	1 177	112	1 131	1 259	111	1 204	1 337	111	1 270	1 649	130	1 400	1 507	108
Китай	1 700	468	28	1 950	648	33	2 200	928	42	2 645	1 213	46	3 042	1 726	57	3 860	2 254	58
Латвия	9	2	22	12	3	25	16	4	25	20	5	25	6	24	3	5	15	5
Литва	18	3	17	21	4	19	25	5	20	30	6	20	40	7	18	45	6	13
Люксембург	27	47	170	30	57	190	32	63	199	36	97	270	38	102	266	38	116	306
Польша	458	89	20	497	125	25	526	139	26	566	170	30	613	207	34	673	192	29
Португалия	196	229	116	201	278	138	218	287	131	229	362	158	242	444	184	246	482	196

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Россия *	293	60	21	333	79	24	1 698	93	6	1 800	125	7	2 088	175	8	2 200	188	9
Словакия	73	5	7	79	5	7	87	6	7	97	7	7	108	6	5	119	6	5
США	10 908	20 653	189	11 631	22 641	195	12 364	24 574	199	13 117	27 248	208	13 742	28 891	210	14 204	30 658	216
Тайвань	316	181	57	330	216	65	345	217	63	365	224	61	387	245	63	400	228	57
Украина *	50	2,11	4	65	2,21	3	87	3	4	106	8	8	143	11	8	123	6	5
Финляндия	144	180	125	156	213	137	161	197	122	172	225	131	184	252	137	189	243	128
Франция	1 701	2 579	152	1 768	3 026	171	1 869	2 854	153	1 961	3 494	178	2 081	4 350	209	2 115	4 534	214
Чехия	184	58	32	197	70	35	208	69	33	226	89	39	248	114	46	258	106	41
Швеция	269	427	158	289	482	167	292	462	158	313	557	178	335	662	198	344	641	186
Южная Корея	964	636	66	1 041	818	79	1 097	924	84	1 195	1 103	92	1 300	1 187	91	1 358	971	71
Япония	3 510	8 087	230	3 710	9 154	247	3 873	8 645	223	4 081	8 724	214	4 293	9 217	215	4 909	11 478	234

* Данные по России и Украине приведены без учета объема векселей, находящихся в обороте на рынках данных стран.

Таблица 2.8

Объем государственных долговых инструментов, находящихся в обращении на национальных рынках ценных бумаг
(млрд. долл. США), 1996–2008 гг.⁸

Страна	1996			1997			1998			1999			2000			2001			2002		
	ВВП	Объем долговых инструментов	инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	инструментов/ВВП (в %)
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
Австрия	194	100	52	199	95	48	171	108	63	216	110	51	230	109	47	231	108	47	244	134	55
Бельгия	232	306	132	243	271	111	248	274	111	259	255	98	282	245	87	230	247	107	246	307	124
Великобритания	1 220	481	39	1 308	476	36	1 363	476	35	1 423	473	33	1 533	438	29	1 631	415	25	1 713	474	28
Венгрия	97	28	29	103	24	23	110	27	25	116	28	24	125	26	20	138	28	20	149	39	26
Германия	1 892	597	32	1 936	560	29	1 990	658	33	2 064	622	30	2 130	610	29	2 212	635	29	2 275	859	38
Голландия	352	203	58	376	180	48	400	201	50	426	182	43	468	165	35	494	159	32	516	198	38
Гонконг	125	12	10	140	13	9	152	14	9	160	14	9	165	15	9	167	16	10	170	16	10

⁸ Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Річний звіт за 2003 рік. – <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=364>; Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Річний звіт за 2008 рік. – <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>; BIS Quarterly Review. – 2009. – June. – http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0906.pdf; BIS Quarterly Review. – 2006. – December. – http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0612.pdf; BIS Quarterly Review. – 2004. – December. – http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0412.pdf; BIS Quarterly Review. – 2002. – December. – http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0212.htm; BIS Quarterly Review. – 2000. – November. – http://www.bis.org/publ/r_qa0011.pdf; BIS Quarterly Review. – 1998. – November. – http://www.bis.org/publ/r_qa9811.pdf; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD) Gross domestic product: GDP, US \$, current prices, current PPPs, millions. – <http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=2357>; The World Bank. – <http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/GDP.pdf>.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
Греция	163	118	72	173	113	65	179	122	68	185	111	60	201	107	53	218	114	52	237	167	70
Дания	127	132	104	134	115	86	139	117	84	143	101	71	154	90	58	156	84	54	165	100	61
Индия	н/д	78	н/д	72	н/д	72	н/д	84	н/д	н/д	100	н/д	н/д	112	н/д	473	128	27	530	154	29
Ирландия	71	38	53	80	33	41	89	32	36	97	31	32	109	27	24	118	26	22	130	31	24
Испания	661	333	50	701	320	46	751	358	48	792	329	42	857	319	37	920	307	33	994	380	38
Италия	1 242	1 318	106	1 285	1 168	91	1 351	1 266	94	1 377	1 102	80	1 456	1 037	71	1 546	1 010	65	1 532	1 208	79
Канада	691	566	82	732	544	74	771	513	67	825	550	67	873	521	60	910	501	55	938	518	55
Китай	850	38	4	920	50	5	1 000	69	7	1 100	88	8	1 200	116	10	1 325	139	10	1 545	221	14
Латвия	4	1	18	4	1	18	4	1	18	5	1	18	5	1	19	5	1	22	7	2	26
Литва	9	1	9	1	1	9	10	1	9	10	1	10	11	1	12	12	2	13	15	3	17
Люксембург	17	0	0	17	0	0	18	0	0	21	0	0	23	0	0	24	0	0	26	0	0
Польша	311	36	12	340	36	11	363	43	12	383	39	10	404	46	11	419	56	13	442	68	15
Португалия	137	56	41	146	48	33	154	53	35	164	51	31	175	53	30	183	57	31	191	80	42
Россия *	334	44	13	339	70	21	320	25	8	260	26	10	259	45	17	255	42	16	253	44	17
Словакия	49	0	0	52	0	1	56	2	3	56	2	3	59	3	4	65	2	3	70	2	3
США	7 762	4 425	57	8 251	4 460	54	8 695	4 438	51	9 216	4 408	48	9 765	4 109	42	10 076	4 207	42	10 418	4 547	44
Тайвань	274	36	13	300	32	11	270	34	13	379	44	12	248	46	19	292	55	19	304	69	23
Украина *	43	н/д	н/д	48	н/д	н/д	30	н/д	н/д	25	н/д	н/д	31	1	4	38	1	3	42	1	3
Финляндия	99	84	85	108	74	69	117	80	68	122	71	58	133	64	48	138	64	46	143	80	56
Франция	1 243	614	49	1 302	580	45	1 369	673	49	1 425	611	43	1 533	600	39	1 630	604	37	1 711	781	46
Чехия	141	9	н/д	143	9	6	144	18	13	147	21	14	154	19	12	165	22	13	172	39	22
Швейцария	200	196	98	207	172	83	215	177	82	229	160	70	246	133	54	249	104	42	259	129	50
Южная Корея	657	66	10	699	33	5	658	75	11	731	102	14	806	114	14	860	130	15	936	162	17
Япония	2 964	2 400	81	3 061	2 291	75	3 032	2 839	94	3 071	3 671	120	3 246	3 623	112	3 331	3 635	109	3 417	4 548	133

* Данные по России и Украине приведены без учета объема векселей, находящихся в обороте на рынках данных стран.

Страна	2003			2004			2005			2006			2007			2008		
	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Австрия	252	165	65	266	180	68	276	162	59	292	189	65	309	217	70	316	216	68
Бельгия	313	379	121	323	420	130	336	376	112	354	421	119	376	507	135	374	501	134
Великобритания	1 778	514	29	1 900	678	36	1 969	686	35	2 068	842	41	2 167	914	42	2 200	835	38
Венгрия	157	49	31	164	62	38	171	58	34	182	72	40	189	84	44	194	88	45
Германия	2 358	1 164	49	2 468	1 378	56	2 588	1 268	49	2 704	1 479	55	2 829	1 700	60	2 923	1 647	56
Голландия	515	258	50	541	294	54	573	261	46	607	286	47	642	316	49	680	403	59
Гонконг	175	17	10	175	20	11	182	20	11	190	20	11	201	21	10	215	23	11
Греция	249	229	92	267	290	108	277	294	106	298	364	122	318	454	143	329	479	145
Дания	164	116	70	175	127	73	180	96	53	190	96	51	196	97	50	200	100	50
Индия	600	200	33	670	245	37	750	268	36	874	305	35	1 000	417	42	1 217	388	32
Ирландия	137	39	29	148	44	29	161	38	23	178	42	24	196	59	30	282	107	38
Испания	1 040	464	45	1 109	516	47	1 188	464	39	1 301	521	40	1 417	580	41	1 456	634	44
Италия	1 564	1 498	96	1 596	1 693	106	1 649	1 514	92	1 737	1 759	101	1 813	2 020	111	1 849	759	41
Канада	990	626	63	1 050	671	64	1 131	696	62	1 204	703	58	1 270	825	65	1 400	751	54
Китай	1 700	301	18	1 950	441	23	2 200	622	28	2 645	791	30	3 042	1 143	38	3 860	1 421	37
Латвия	9	2	21	3	21	16	4	23	20	5	24	25	6	24	3	34	5	14
Литва	18	3	16	21	4	17	25	5	18	30	6	19	40	7	17	45	6	12
Люксембург	27	0	0	30	0	0	32	0	0	36	0	0	38	0	0	38	3	7
Польша	458	83	18	497	119	24	526	133	25	566	163	29	613	203	33	673	190	28
Португалия	196	107	55	201	127	63	218	134	61	229	156	68	242	174	72	246	189	77

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Россия *	293	47	16	333	56	17	1 698	56	3	1 800	63	4	2 088	57	3	2 200	55	3
Словакия	73	2	3	79	2	3	87	2	2	97	3	3	108	5	5	119	5	4
США	10 908	5 027	46	11 631	5 532	48	12 364	5 922	48	13 117	6 234	48	13 742	6 596	48	14 204	7 892	56
Тайвань	316	78	25	330	94	28	345	97	28	365	105	29	387	110	28	400	100	25
Украина *	50	1	3	65	1	2	87	1	2	106	4	3	143	2	1	123	2	1
Финляндия	144	111	77	156	127	81	161	113	70	172	122	71	184	130	71	189	119	63
Франция	1 701	1 046	61	1 768	1 198	68	1 869	1 107	59	1 961	1 241	63	2 081	1 447	70	2 115	1 482	70
Чехия	184	50	27	197	61	31	208	58	28	226	73	32	248	85	34	258	78	30
Швеция	269	168	62	289	188	65	292	161	55	313	176	56	335	168	50	344	129	37
Южная Корея	964	211	22	1 041	319	31	1 097	384	35	1 195	460	38	1 300	473	36	1 358	342	25
Япония	3 510	5 835	166	3 710	6 840	184	3 873	6 608	171	4 081	6 751	165	4 293	7 148	166	4 909	9 116	186

* Данные по России и Украине приведены без учета объема векселей, находящихся в обороте на рынках данных стран.

Таблица 2.9

Объем корпоративных долговых инструментов, находящихся в обращении на национальных рынках ценных бумаг
(млрд. долл. США), 1996–2008 гг.⁹

Страна	1996			1997			1998			1999			2000			2001			2002		
	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
Австрия	194	7	4	199	7	3	171	8	5	216	11	5	230	10	5	231	11	5	244	13	5
Бельгия	232	19	8	243	17	7	248	19	7	259	15	6	282	14	5	230	23	10	246	28	11
Великобритания	1 220	90	7	1 308	104	8	1 363	124	9	1 423	152	11	1 533	177	12	1 631	180	11	1 713	204	12
Венгрия	97	0	0	103	1	1	110	1	0	116	1	1	125	1	1	138	1	1	149	1	1
Германия	1 892	15	1	1 936	18	1	1 990	22	1	2 064	33	2	2 130	65	3	2 212	77	3	2 275	113	5
Голландия	352	32	9	376	31	8	400	42	10	426	54	13	468	106	23	494	114	23	516	118	23
Гонконг	125	7	5	140	8	6	152	8	5	160	13	8	165	13	8	167	17	10	170	20	12

⁹ Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Річний звіт за 2003 рік. – <http://www.ssmsec.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=364>; Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Річний звіт за 2008 рік. – <http://www.ssmsec.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>; BIS Quarterly Review. – 2009. – June. – http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0906.pdf; BIS Quarterly Review. – 2006. – December. – http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0612.pdf; BIS Quarterly Review. – 2004. – December. – http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0412.pdf; BIS Quarterly Review. – 2002. – December. – http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0212.htm; BIS Quarterly Review. – 2000. – November. – http://www.bis.org/publ/r_qa0011.pdf; BIS Quarterly Review. – 1998. – November. – http://www.bis.org/publ/r_qa9811.pdf; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD) Gross domestic product: GDP, US \$, current prices, current PPPs, millions. – <http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=2357>; The World Bank. – <http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/GDP.pdf>.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
Греция	163	2	1	173	2	1	179	2	1	185	3	2	201	4	2	218	3	2	237	5	2
Дания	127	21	17	134	21	15	139	24	17	143	22	16	154	21	14	156	21	14	165	24	14
Индия	н/д	3	н/д	н/д	5	н/д	н/д	5	н/д	н/д	5	н/д	н/д	4	н/д	473	4	1	530	4	1
Ирландия	71	2	3	80	5	6	89	6	7	97	7	8	109	11	10	118	15	13	130	21	16
Испания	661	35	5	701	30	4	751	38	5	792	48	6	857	48	6	920	59	6	994	85	9
Италия	1 242	25	2	1 285	20	2	1 351	22	2	1 377	30	2	1 456	46	3	1 546	97	6	1 532	155	10
Канада	691	108	16	732	116	16	771	123	16	825	138	17	873	144	16	910	157	17	938	164	17
Китай	850	1	0	920	2	0	1 000	3	0	1 100	5	0	1 200	6	1	1 325	6	0	1 545	10	1
Латвия	4	0	3	4	0	3	4	0	3	5	0	4	5	0	4	5	0	4	7	0	4
Литва	9	0	2	9	0	2	10	0	3	10	0	3	11	0	3	12	0	2	15	0	2
Люксембург	17	2	12	17	2	12	18	2	11	21	2	9	23	2	7	24	2	8	26	2	9
Польша	311	0	0	340	0	0	363	0	0	383	0	0	404	0	0	419	0	0	442	0	0
Португалия	137	10	7	146	9	6	154	12	8	164	12	7	175	12	7	183	14	7	191	19	10
Россия *	334	0	0	339	0	0	320	1	0	260	0	0	259	0	0	255	0	0	253	3	1
Словакия	49	0	0	52	0	0	56	0	0	56	0	0	59	0	0	65	1	1	70	1	1
США	7 762	1 843	24	8 251	1 972	24	8 695	2 221	26	9 216	2 426	26	9 765	2 589	27	10 076	2 763	27	10 418	2 781	27
Таивань	274	52	19	300	55	18	270	77	29	379	72	19	248	65	26	292	61	21	304	64	21
Украина *	43	0	0	48	0	0	30	0	0	25	0	0	31	0 01	0 04	38	0 1	0 3	42	1	2
Финляндия	99	9	9	108	9	8	117	10	8	122	10	8	133	13	10	138	15	11	143	19	13
Франция	1 243	157	13	1 302	141	11	1 369	171	13	1 425	213	15	1 533	260	17	1 630	309	19	1 711	368	21
Чехия	141	1	0	143	1	1	144	1	1	147	1	1	154	2	1	165	2	1	172	3	2
Швеция	200	15	8	207	16	8	215	21	10	229	27	12	246	29	12	249	35	14	259	39	15
Южная Корея	657	130	20	699	86	12	658	180	27	731	213	29	806	218	27	860	258	30	936	278	30
Япония	2 964	659	22	3 061	584	19	3 032	708	23	3 071	803	26	3 246	719	22	3 331	664	20	3 417	732	21

* Данные по России и Украине приведены без учета объема векселей, находящихся в обороте на рынках данных стран.

Страна	2003			2004			2005			2006			2007			2008		
	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Австрия	252	24	9	266	31	12	276	34	12	292	43	15	309	51	16	316	63	20
Бельгия	313	46	15	323	62	19	336	47	14	354	59	17	376	54	14	374	52	14
Великобритания	1778	236	13	1900	250	13	1969	226	11	2068	280	14	2167	308	14	2200	292	13
Венгрия	157	1	1	164	1	1	171	3	2	182	3	2	189	3	2	194	3	2
Германия	2358	185	8	2468	227	9	2588	207	8	2704	254	9	2829	307	11	2923	420	14
Голландия	515	133	26	541	121	22	573	104	18	607	121	20	642	136	21	680	136	20
Гонконг	175	21	12	175	21	12	182	21	12	190	23	12	201	25	12	215	25	12
Греция	249	9	3	267	12	4	277	16	6	298	28	9	318	34	11	329	43	13
Дания	164	31	19	175	38	21	180	37	20	190	41	21	196	20	10	200	18	9
Индия	600	4	1	670	7	1	750	11	1	874	18	2	1000	32	3	1217	32	3
Ирландия	137	43	31	148	57	39	161	71	44	178	98	55	196	81	41	282	59	21
Испания	1040	141	14	1109	210	19	1188	246	21	1301	386	30	1417	588	41	1456	707	49
Италия	1564	225	14	1596	296	19	1649	293	18	1737	357	21	1813	412	23	1849	498	27
Канада	990	193	20	1050	211	20	1131	216	19	1204	218	18	1270	253	20	1400	238	17
Китай	1700	13	1	1950	16	1	2200	40	2	2645	72	3	3042	109	4	3860	192	5
Латвия	9	0	3	16	0	3	16	0	2	20	0	2	25	0	2	34	0	1
Литва	18	0	2	21	0	2	25	0	2	30	1	2	40	1	1	45	0	1
Люксембург	27	4	14	30	4	15	32	4	11	36	4	11	38	4	10	38	6	15
Польша	458	0	0	497	0	0	526	0	0	566	0	0	613	0	0	673	0	0
Португалия	196	21	11	201	25	13	218	29	13	229	39	17	242	54	22	246	59	24

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Россия *	293	6	2	333	8	2	1 698	9	1	1 800	10	1	2 088	14	1	2 200	21	1
Словакия	73	1	1	79	0	0	87	1	1	97	1	1	108	0	0	119	0	0
США	10 908	2 887	26	11 631	2 998	26	12 364	3 111	25	13 117	3 346	26	13 742	3 598	26	14 204	3 829	27
Тайвань	316	74	23	330	82	25	345	78	23	365	75	20	387	85	22	400	80	20
Украина *	50	1	1	65	1	1	87	2	2	106	3	3	143	5	4	123	3	3
Финляндия	144	25	18	156	28	18	161	25	16	172	29	17	184	31	17	189	25	13
Франция	1 701	482	28	1 768	519	29	1 869	462	25	1 961	532	27	2 081	618	30	2 115	629	30
Чехия	184	4	2	197	3	2	208	3	1	226	5	2	248	5	2	258	5	2
Швеция	269	41	15	289	45	16	292	44	15	313	51	16	335	65	19	344	57	17
Южная Корея	964	256	27	1 041	280	27	1 097	282	26	1 195	286	24	1 300	259	20	1 358	247	18
Япония	3 510	822	23	3 710	851	23	3 873	764	20	4 081	733	18	4 293	786	18	4 909	833	17

* Данные по России и Украине приведены без учета объема векселей, находящихся в обороте на рынках данных стран.

Таблица 2.10

Объем долговых инструментов финансового сектора, находящихся в обращении на национальных рынках ценных бумаг (млрд. долл. США), 1996–2008 гг.¹⁰

Страна	1996			1997			1998			1999			2000			2001			2002		
	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
Австрия	194	92	47	199	89	45	171	96	56	216	93	43	230	102	44	231	108	47	244	141	58
Бельгия	232	195	84	243	175	72	248	190	77	259	189	73	282	195	69	230	186	81	246	229	93
Великобритания	1 220	345	28	1 308	400	31	1 363	465	34	1 423	579	41	1 533	616	40	1 631	687	42	1 713	863	50
Венгрия	97	0	0	103	1	0	110	1	0	116	1	1	125	1	0	138	1	1	149	1	1
Германия	1 892	1 593	84	1 936	1 531	79	1 990	1 813	91	2 064	1 819	88	2 130	1 897	89	2 212	1 808	82	2 275	2 175	96
Голландия	352	206	58	376	231	61	400	288	72	426	339	80	468	375	80	494	423	86	516	563	109
Гонконг	125	30	24	140	42	30	152	41	27	160	43	27	165	47	28	167	50	30	170	52	31

¹⁰ Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Річний звіт за 2003 рік. – <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=364>; Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Річний звіт за 2008 рік. – <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>; BIS Quarterly Review. – 2009. – June. – http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0906.pdf; BIS Quarterly Review. – 2006. – December. – http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0612.pdf; BIS Quarterly Review. – 2004. – December. – http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0412.pdf; BIS Quarterly Review. – 2002. – December. – http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0212.htm; BIS Quarterly Review. – 2000. – November. – http://www.bis.org/publ/r_qa0011.pdf; BIS Quarterly Review. – 1998. – November. – http://www.bis.org/publ/r_qa9811.pdf; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD) Gross domestic product: GDP, US \$, current prices, current PPPs, millions. – <http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=2357>; The World Bank. – <http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/GDP.pdf>.

Продолжение таблицы 2.10

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
Греция	163	1	1	173	1	1	179	1	1	185	2	1	201	4	2	218	5	2	237	8	3
Дания	127	162	128	134	153	114	139	175	126	143	161	112	154	159	103	156	172	110	165	217	132
Индия	н/д	5	н/д	4	н/д	4	н/д	3	н/д	3	н/д	3	н/д	2	н/д	473	2	0	530	2	0
Ирландия	71	12	16	80	13	16	89	18	20	97	23	24	109	28	25	118	34	29	130	51	39
Испания	661	106	16	701	107	15	751	137	18	792	189	24	857	206	24	920	233	25	994	314	32
Италия	1 242	460	37	1 285	406	32	1 351	433	32	1 377	464	34	1 456	500	34	1 546	563	36	1 532	721	47
Канада	691	73	11	732	98	13	771	122	16	825	159	19	873	166	19	910	170	19	938	185	20
Китай	850	36	4	920	50	5	1 000	72	7	1 100	84	8	1 200	98	8	1 325	111	8	1 545	129	8
Латвия	4	0	3	4	0	3	4	0	3	5	0	3	5	0	4	5	0	4	7	0	3
Литва	9	0	1	9	0	1	10	0	1	10	0	2	11	0	2	12	0	2	15	0	2
Люксембург	17	5	28	17	6	32	18	7	36	21	7	35	23	11	47	24	18	76	26	29	113
Польша	311	0	0	340	1	0	363	2	1	383	4	1	404	4	1	419	5	1	442	6	1
Португалия	137	10	7	146	12	8	154	17	11	164	25	15	175	35	20	183	47	25	191	64	33
Россия *	334	0	0	339	3	1	320	3	1	260	2	1	259	1	0	255	2	1	253	2	1
Словакия	49	0	0	52	0	0	56	0	0	56	0	0	59	0	0	65	0	0	70	0	0
США	7 762	5 343	69	8 251	6 004	73	8 695	7 099	82	9 216	8 309	90	9 765	9 334	96	10 076	10 395	103	10 418	11 466	110
Тайвань	274	15	6	300	21	7	270	21	8	379	17	5	248	20	8	292	17	6	304	21	7
Украина *	43	0	0	48	0	0	30	0	0	25	0	0	31	0	0	38	0	0	42	0	0
Финляндия	99	38	38	108	36	33	117	40	34	122	36	30	133	29	22	138	27	20	143	35	24
Франция	1 243	710	57	1 302	642	49	1 369	622	45	1 425	557	39	1 533	586	38	1 630	609	37	1 711	777	45
Чехия	141	3	2	143	3	2	144	4	3	147	4	3	154	4	3	165	4	2	172	4	2
Швеция	200	180	90	207	155	75	215	152	71	229	153	67	246	136	55	249	119	48	259	161	62
Южная Корея	657	128	20	699	83	12	658	100	15	731	95	13	806	89	11	860	93	11	936	146	16
Япония	2 964	1 734	58	3 061	1 588	52	3 032	1 626	54	3 071	1 865	61	3 246	1 644	51	3 331	1 433	43	3 417	1 340	39

* Данные по России и Украине приведены без учета объема векселей, находящихся в обороте на рынках данных стран.

Страна	2003			2004			2005			2006			2007			2008		
	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Объем долговых инструментов	Объем долговых инструментов/ВВП (в %)
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Австрия	252	181	72	266	217	81	276	226	82	292	292	100	309	378	122	316	417	132
Бельгия	313	275	88	323	306	94	336	275	82	354	348	98	376	483	128	374	561	150
Великобритания	1 778	1 155	65	1 900	1 488	78	1 969	1 624	82	2 068	2 174	105	2 167	2 612	121	2 200	2 843	129
Венгрия	157	4	2	164	5	3	171	6	3	182	12	6	189	17	9	194	20	10
Германия	2 358	2 626	111	2 468	2 886	117	2 588	2 632	102	2 704	3 104	115	2 829	3 620	128	2 923	3 423	117
Голландия	515	780	152	541	979	181	573	1 045	182	607	1 301	214	642	1 558	243	680	1 519	223
Гонконг	175	60	34	175	61	35	182	68	37	190	73	38	201	75	37	215	71	33
Греция	249	17	7	267	33	12	277	43	16	298	70	23	318	100	31	329	119	36
Дания	164	288	176	175	359	205	180	370	205	190	444	234	196	593	302	200	613	307
Индия	600	2	0	670	4	1	750	11	2	874	23	3	1 000	51	5	1 217	54	4
Ирландия	137	89	65	148	139	94	161	177	110	178	280	158	196	386	197	282	429	152
Испания	1 040	513	49	1 109	738	67	1 188	915	77	1 301	1 408	108	1 417	2 001	141	1 456	1 986	136
Италия	1 564	941	60	1 596	1 117	70	1 649	1 085	66	1 737	1 390	80	1 813	1 769	98	1 849	1 997	108
Канада	990	242	24	1 050	295	28	1 131	348	31	1 204	416	35	1 270	571	45	1 400	517	37
Китай	1 700	154	9	1 950	191	10	2 200	265	12	2 645	350	13	3 042	474	16	3 860	641	17
Латвия	9	0	3	12	0	2	16	0	2	20	0	2	25	0	1	34	0	1
Литва	18	0	2	21	0	1	25	0	1	30	0	1	40	0	1	45	0	1
Люксембург	27	43	156	30	52	175	32	60	188	36	93	259	38	98	256	38	107	282
Польша	458	7	1	497	6	1	526	6	1	566	6	1	613	4	1	673	2	0
Португалия	196	101	51	201	126	63	218	124	57	229	167	73	242	216	89	246	234	95

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Россия *	293	8	3	333	16	5	1 698	30	2	1 800	51	3	2 088	87	4	2 200	90	4
Словакия	73	2	3	79	3	4	87	3	3	97	4	4	108	4	4	119	3	3
США	10 908	12 739	117	11 63	14 111	121	12 364	15 542	126	13 117	17 668	135	13 742	18 698	136	14 204	18 937	133
Тайвань	316	30	9	330	40	12	345	41	12	365	44	12	387	50	13	400	48	12
Украина *	50	0,06	0,13	65	0,06	0,10	87	0,5	0,6	106	1	1	143	4	3	123	1	1
Финляндия	144	44	31	156	59	37	161	59	36	172	74	43	184	91	49	189	99	52
Франция	1 701	1 051	62	1 768	1 309	74	1 869	1 284	69	1 961	1 720	88	2 081	2 285	110	2 115	2 423	115
Чехия	184	5	3	197	5	3	208	8	4	226	11	5	248	15	6	258	15	6
Швеция	269	218	81	289	249	86	292	258	88	313	331	106	335	429	128	344	456	133
Южная Корея	964	169	18	1 041	219	21	1 097	258	24	1 195	357	30	1 300	455	35	1 358	382	28
Япония	3 510	1 431	41	3 710	1 463	39	3 873	1 274	33	4 081	1 241	30	4 293	1 283	30	4 909	1 529	31

* Данные по России и Украине приведены без учета объема векселей, находящихся в обороте на рынках данных стран.

Таблица 2.11

Эмиссия долговых инструментов на национальных рынках ценных бумаг в отношении к ВВП (млрд. долл. США)¹¹.

Страна	1996			1997			1998			1999			2000			2001			2002		
	ВВП	Эмиссия долговых инструментов (млрд. долл.)	Эмиссия долговых инструментов/ВВП (%)	ВВП	Эмиссия долговых инструментов (млрд. долл.)	Эмиссия долговых инструментов/ВВП (%)	ВВП	Эмиссия долговых инструментов (млрд. долл.)	Эмиссия долговых инструментов/ВВП (%)	ВВП	Эмиссия долговых инструментов (млрд. долл.)	Эмиссия долговых инструментов/ВВП (%)	ВВП	Эмиссия долговых инструментов (млрд. долл.)	Эмиссия долговых инструментов/ВВП (%)	ВВП	Эмиссия долговых инструментов (млрд. долл.)	Эмиссия долговых инструментов/ВВП (%)	ВВП	Эмиссия долговых инструментов (млрд. долл.)	Эмиссия долговых инструментов/ВВП (%)
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
Австрия	194	26	13	199	25	13	171	29	17	216	243	112	230	39	17	231	31	14	244	339	139
Бельгия	232	29	13	243	34	14	248	35	14	259	59	23	282	55	19	230	61.8	27	246	64	26
Великобритания	1 220	399	33	1 308	213	16	1 363	229	17	1 423	176	12	1 533	831	54	1 631	173	11	1 713	207	12
Венгрия	97	0	0	103	0	0	110	2	2	116	6	5	125	4	3	138	5.4	4	149	7	5
Германия	1 892	870	46	1 936	224	12	1 990	237	12	2 064	396	19	2 130	439	21	2 212	490	22	2 275	546	24
Голландия	352	44	13	376	42	11	400	67	17	426	125	29	468	101	22	494	106	21	516	93	18
Гонконг	125	6	5	140	8	5	152	2	1	160	9	6	165	7	4	167	9	5	170	6	3

¹¹ Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Річний звіт за 2003 рік. – <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=364>; Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Річний звіт за 2008 рік. – <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>; Securities Industry And Financial Markets Global Addendum 2007 p. – P. 21. – <http://www.sifma.org/research/pdf/RRVol2-10.pdf>; OECD Gross domestic product: GDP, US \$, current prices, current PPPs, millions (<http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=2357>; The World Bank. GDP Statistics. – <http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/GDP.pdf>; BIS Quarterly Review. June 2009. – http://www.bis.org/publ/qrtrpdf/r_qa0906.pdf.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
Греция	163	5	3	173	4	2	179	6	4	185	6	3	201	10	5	218	32	15	237	45	19
Дания	127	7	6	134	8	6	139	20	15	143	16	11	154	12	8	156	15,6	10	165	20	12
Индия	н/д	1	н/д	н/д	2	н/д	н/д	0	н/д	н/д	0	н/д	н/д	0	н/д	473	1,8	0	530	7	1
Ирландия	71	13	18	80	9	12	89	38	42	97	35	36	109	115	105	118	18	15	130	36	27
Испания	661	47	7	701	58	8	751	70	9	792	87	11	857	91	11	920	78,3	9	994	102	10
Италия	1 242	183	15	1 285	206	16	1 351	205	15	1 377	280	20	1 456	217	15	1 546	253,3	16	1 532	305	20
Канада	691	130	19	732	130	18	771	151	20	825	145	18	873	125	14	910	151,2	17	938	131	14
Китай	850	10	1	920	13	1	1 000	53	5	1 100	32	3	1 200	34	3	1 325	41,4	3	1 545	59	4
Люксембург	17	25	148	17	26	152	18	35	194	21	30	140	23	29	125	24	30,7	128	26	35	133
Польша	311	0	0	340	2	0	363	3	1	383	1	0	404	2	0	419	2,6	1	442	3	1
Португалия	137	11	8	146	12	8	154	10	6	164	19	12	175	18	10	183	21,2	12	191	29	15
Россия	334	0	0	339	7	2	320	7	2	260	0	0	259	0	0	255	2	1	253	3	1
США	7 762	2 102	27	8 251	2 403	29	8 695	3 381	39	9 216	3 109	34	9 765	2 618	27	10 076	4 518	45	10 418	5 356	51
Тайвань	274	4	2	300	11	4	270	10	4	379	7	2	248	20	8	292	18,6	6	304	20	7
Украина	43	0,01	0	48	0,06	0	30	0,002	0	25	0,03	0,1	31	0,01	0	38	0,13	0	42	0,80	2
Финляндия	99	20	21	108	18	16	117	20	17	122	9	8	133	16	12	138	15	11	143	21	14
Франция	1 243	139	11	1 302	162	12	1 369	157	11	1 425	169	12	1 533	177	12	1 630	206	13	1 711	216	13
Чехия	141	1	0	143	17	12	144	15	10	147	20	13	154	21	14	165	19	11	172	19	11
Швеция	200	27	13	207	20	10	215	38	18	229	50	22	246	43	18	249	47,6	19	259	49	19
Южная Корея	657	51	8	699	44	6	658	144	22	731	41	6	806	54	7	860	83,6	10	936	109	12
Япония	2 964	122	4	3 061	120	4	3 032	579	19	3 071	659	21	3 246	694	21	3 331	873	26	3 417	1 038	30

Страна	2003			2004			2005			2006			2007			2008		
	ВВП	Эмиссия долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Эмиссия долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Эмиссия долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Эмиссия долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Эмиссия долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Эмиссия долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Эмиссия долговых инструментов/ВВП (в %)	ВВП	Эмиссия долговых инструментов/ВВП (в %)	Эмиссия долговых инструментов/ВВП (в %)	Эмиссия долговых инструментов/ВВП (в %)
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Австрия	252	52	20	266	45	17	276	66	24	292	58	20	309	60	20	316	61	19
Бельгия	313	73	23	323	84	26	336	77	23	354	102	29	376	96	25	374	118	32
Великобритания	1 778	358	20	1 900	459	24	1 969	507	26	2 068	748	36	2 167	591	27	2 200	655	30
Венгрия	157	12	8	164	13	8	171	15	9	182	17	9	189	11	6	194	12	6
Германия	2 358	666	28	2 468	727	29	2 588	718	28	2 704	765	28	2 829	573	20	2 923	562	19
Голландия	515	160	31	541	146	27	573	165	29	607	216	36	642	150	23	680	151	22
Гонконг	175	16	9	175	9	5	182	8	4	190	11	6	201	7	3	215	6	3
Греция	249	53	21	267	66	25	277	80	29	298	81	27	318	97	30	329	103	31
Дания	164	28	17	175	29	17	180	27	15	190	29	15	196	41	21	200	40	20
Индия	600	6	1	670	39	6	750	35	5	874	43	5	1 000	43	4	1 217	44	4
Ирландия	137	75	54	148	92	62	161	118	73	178	129	72	196	108	55	282	120	42
Испания	1 040	186	18	1 109	229	21	1 188	316	27	1 301	375	29	1 417	267	19	1 456	272	19
Италия	1 564	396	25	1 596	459	29	1 649	387	23	1 737	410	24	1 813	329	18	1 849	358	19
Канада	990	165	17	1 050	154	15	1 131	134	12	1 204	177	15	1 270	168	13	1 400	178	13
Китай	1 700	74	4	1 950	59	3	2 200	67	3	2 645	110	4	3 042	196	6	3 860	216	6
Люксембург	27	46	169	30	64	215	32	68	214	36	64	179	38	60	155	38	59	155
Польша	458	5	1	497	4	1	526	12	2	566	5	1	613	3	1	673	4	1
Португалия	196	36	18	201	35	17	218	57	26	229	52	23	242	42	17	246	49	20
Россия	293	8	3	333	11	3	1 698	18	1	1 800	23	1	2 088	24	1	2 200	27	1
США	10 908	6 915	63	11 631	5 557	48	12 364	5 745	46	13 117	285	48	13 742	4 886	36	14 204	5 410	38
Тайвань	316	24	8	330	26	8	345	28	8	365	27	7	387	16	4	400	16	4
Украина	50	0,80	2	65	0,77	1	87	3	3	106	4	4	143	9	6	123	4	3
Финляндия	144	34	24	156	22	14	161	22	13	172	28	16	184	21	11	189	19	10
Франция	1 701	360	21	1 768	399	23	1 869	381	20	1 961	457	23	2 081	370	18	2 115	386	18
Чехия	184	21	11	197	23	12	208	17	8	226	13	6	248	11	4	258	9	3
Швеция	269	59	22	289	80	28	292	98	34	313	98	31	335	87	26	344	92	27
Южная Корея	964	79	8	1 041	89	9	1 097	95	9	1 195	122	10	1 300	132	10	1 358	134	10
Япония	3 510	1 175	33	3 710	1 434	39	3 873	1 461	38	4 081	1 718	42	4 293	1 066	25	4 909	1 207	25

Таблица 2.12

Ликвидность рынка долговых инструментов, находящихся в обращении на национальных рынках ценных бумаг (млрд. долл. США)¹².

Страна	1996			1997			1998			1999			2000			2001			2002			
	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	
Австрия		1	199	0	1	191	0	1	211	0	0	214	0	0	222	0	0,2	227	0	0,21	287	0
Великобритания	1 622	916	177	н/д	979	н/д	н/д	1 065	н/д	1 366	1 205	1 113	1 206	1 231	98	1 546	1 281	1 21	1 676	1 541	109	
Венгрия	н/д	29	н/д	н/д	25	н/д	н/д	28	н/д	н/д	29	н/д	н/д	27	н/д	0,7	29,8	2	1	41	2	
Германия	2 173	2 204	99	1 510	2 110	72	1 523	2 492	61	1 136	2 474	46	653	2 572	25	515	2 519	20	413	3 147	13	
Гонконг	0	49	0	0	64	0	0	63	0	0	70	0	0	75	0	0	83	0	0	88	0	

¹² The World Federation of Exchanges Value of Bond Trading 2008 – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2008/fixed-income-markets/total-value-bond-trading-0>; The World Federation of Exchanges Value of Bond Trading 2006 – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2006/total-value-bond-trading>; The World Federation of Exchanges Value of Bond Trading 2004 – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2004/value-bond-trading>; The World Federation of Exchanges Value of Bond Trading 2002 – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2002/total-value-bond-trading>; The World Federation of Exchanges Value of Bond Trading 1998 – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2000/value-bond-trading>; The World Federation of Exchanges Value of Bond Trading 1996 – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/1996/value-bond-trading>; ММВБ. Оборот торгов на рынках Группы ММВБ за 1992 – 2008 гг. – <http://www.micex.ru/group/profile/statistic>; Национальный банк Украины. Средний курс гривни (до 1996 року українського карбованця) до іноземних валют – http://bank.gov.ua/STAT/Stat_data/Exchange.r.xls; Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Річний звіт за 2005 рік – <http://www.ssmc.gov.ua/UserFiles/File/part2.pdf>; Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Річний звіт за 2008 рік – <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>; BIS Quarterly Review. – 2009. – June. – http://www.bis.org/publ/qrpdf/r_qa0612.pdf; BIS Quarterly Review. – 2004. – December. – http://www.bis.org/publ/qrpdf/r_qa0412.pdf; BIS Quarterly Review. – 2002. – December. – http://www.bis.org/publ/qrpdf/r_qa0212.htm; BIS Quarterly Review. – 2000. – November. – http://www.bis.org/publ/r_qa0011.pdf; BIS Quarterly Review. – 1998. – November. – http://www.bis.org/publ/r_qa9811.pdf.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
Греция	0	122	0	0	116	0	0	126	0	0	116	0	0	115	0	0	122	0	0	179	0
Индия	0	86	0	2	81	2	5	91	5	1	107	1	1	118	1	181,4	134	135	222	159	139
Ирландия	186	51	363	82	51	163	51	56	90	59	62	95	21	65	31	19,5	74,9	26	44	103	43
Испания	180	474	38	153	457	33	224	533	42	169	566	30	131	573	23	н/д	599,6	н/д	2 685	778	345
Италия	5 870	1 803	326	3 832	1 594	240	6 144	1 722	357	175	1 596	11	141	1 583	9	122	1 669,1	7	154	2 085	7
Канада	1	748	0	1	757	0	2	758	0	0	847	0	18	830	2	0,5	827,4	0	3	866	0
Китай	3	76	4	5	101	5	2	144	1	6	177	3	3	220	1	59	256,2	23	108	359	30
Люксембург	2	7	30	7	8	99	1	9	16	3	1	43	1	1	50	1	0,6	61,8	1	1	75
Польша	3	37	8	2	37	5	1	46	3	1	43	1	1	46	18	9	44	21	12	50	25
Россия	0	44	1	0	73	0	70	28	250	5	28	18	8	46	1	0,2	3	8	0	3	14
Словения	0	0	4	0	0	18	0	2	8	0	2	9	0	3	10	1,327	17 365	8	1 750	18 795	9
США	1 167	11 612	10	1 075	12 436	9	2 937	13 758	21	2 592	15 144	17	1 476	16 032	9	1	0,7	132	1	1	153
Таивань	н/д	104	н/д	1	108	1	1	132	1	2	134	1	2	130	1	1,47	1,30	113	1	2,03	51
Украина	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,22	0,03	871	0,13	1,15	11	3,57	1 522	4	103	1 925	5
Франция	1 265	1 481	85	869	1 364	64	472	1 466	32	59	1 381	4	45	1 446	3	128	258,9	49	163	329	50
Швеция	210	391	54	132	343	39	156	350	45	112	340	33	91	298	30	11	480,4	2	38	585	6
Южная Корея	2	324	1	4	202	2	11	355	3	247	409	60	24	421	6	23	5 732	0	19	6 620	0
Япония	207	4 793	4	138	4 463	3	68	5 172	1	54	6 339	1	34	5 987	1	1	1	1	1	1	1

Страна	2003			2004			2005			2006			2007			2008		
	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Австрия	1	369	0	0	428	0	0	422	0	1	524	0	1	656	0	1	697	0
Великобритания	2 176	1 905	114	2 793	2 416	116	3 009	2 535	119	3 305	3 296	100	3 603	3 833	94	6 367	3 970	165
Венгрия	1	54	3	1	68	2	1	67	2	2	87	2	1	108	1	2	118	2
Германия	460	3 975	12	442	4 491	10	381	4 107	9	288	4 837	6	316	5 627	6	182	5 490	3
Гонконг	0	97	0	0	102	0	0	109	0	0	115	0	0	121	0	0	119	0
Греция	0	255	0	0	335	0	0	353	0	0	462	0	0	588	0	0	641	0
Индия	289	207	140	208	256	81	141	290	49	46	346	13	60	496	12	69	468	15
Ирландия	42	171	25	45	240	19	32	285	11	24	420	6	36	526	7	37	595	6
Испания	3 071	1 118	275	3 553	1 464	243	4 092	1 625	252	4 980	2 315	215	5 863	3 169	185	6 840	3 326	206
Италия	168	2 664	6	188	3 106	6	154	2 892	5	156	3 505	4	206	4 200	5	258	4 494	6
Канада	4	1 061	0	3	1 177	0	4	1 259	0	5	1 337	0	5	1 649	0	3	1 507	0
Китай	78	468	17	42	648	7	49	928	5	34	1 213	3	46	1 726	3	74	2 254	3
Люксембург	0	47	1	1	57	1	2	63	4	2	97	2	1	102	1	0	116	0
Польша	2	89	2	1	125	1	1	139	1	1	170	1	1	207	0	1	192	1
Россия	29	60	48	51	79	65	97	93	103	147	125	118	522	175	298	202	188	108
Словакия	1	3	18	1	4	14	2	3	54	2	4	37	1	6	11	0	6	7
США	2 297	20 653	11	2 667	22 641	12	3 101	24 574	13	2 886	27 248	11	2 798	28 891	10	2 924	30 658	10
Тайвань	1	181	0	0	216	0	0	217	0	0	224	0	0	245	0	0	228	0
Украина	0	48	211	23	1	2	50	2	62	4	8	54	4	11	38	5	6	86
Франция	153	2 579	6	232	3 026	8	177	2 854	6	390	3 494	11	195	4 350	4	49	4 534	1
Швеция	182	427	43	165	482	34	149	462	32	139	557	25	144	662	22	185	641	29
Южная Корея	181	636	28	338	818	41	355	924	38	305	1 103	28	381	1 187	32	336	971	35
Япония	12	8 087	0	9	9 154	0	7	8 645	0	5	8 724	0	3	9 217	0	3	11 478	0

Таблица 2.13

Ликвидность рынка государственных долговых инструментов, находящихся в обращении на национальных рынках ценных бумаг (млрд. долл. США)¹³

Страна	1996			1997			1998			1999			2000			2001			2002		
	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
Австрия	1	199	0	0	191	0	0	211	0	0	214	0	0	222	0	0	227	0	0	287	0
Великобритания	1 557	916	170	н/д	979	н/д	н/д	1 065	н/д	1 000	1 205	83	753	1 231	61	1 463	1 281	114	1 625	1 541	105
Венгрия	н/д	29	н/д	н/д	25	н/д	н/д	28	н/д	н/д	29	н/д	н/д	н/д	27	н/д	1	29,8	2	1	41
Германия	1 965	2 204	89	1 402	2 110	66	1 416	2 492	57	1 074	2 474	43	38	2 572	1	454	2 519	18	344	3 147	11
Гонконг	0	49	0	0	64	0	0	63	0	0	70	0	0	75	0	0	83	0	0	88	0

¹³ The World Federation of Exchanges Value of Bond Trading 2008 – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2008/fixed-income-markets/total-value-bond-trading-0>; The World Federation of Exchanges Value of Bond Trading 2006 – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2006/total-value-bond-trading>; The World Federation of Exchanges Value of Bond Trading 2004 – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2004/value-bond-trading>; The World Federation of Exchanges Value of Bond Trading 2002 – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2002/total-value-bond-trading>; The World Federation of Exchanges Value of Bond Trading 1998 – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/1998/value-bond-trading>; The World Federation of Exchanges Value of Bond Trading 1996 – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/1996/value-bond-trading>; ММВБ. Оборот торгов на рынках Группы ММВБ за 1992 – 2008 гг. – <http://www.micex.ru/group/profile/statistic>; Национальный банк Украины. Средний курс гривні до 1996 року українського карбованця до іноземних валют – http://bank.gov.ua/STAT/Stat_data/Exchange.r.xls; Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Річний звіт за 2008 рік. – <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>; BIS Quarterly Review. – 2009. – June. – http://www.bis.org/publ/qrpdf/r_qa0612.pdf; BIS Quarterly Review. – 2004. – December. – http://www.bis.org/publ/qrpdf/r_qa0412.pdf; BIS Quarterly Review. – 2002. – December. – http://www.bis.org/publ/qrpdf/r_qa0212.htm; BIS Quarterly Review. – 2000. – November. – http://www.bis.org/publ/r_qa0011.pdf; BIS Quarterly Review. – 1998. – November. – http://www.bis.org/publ/r_qa9811.pdf.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
Греция	0	122	0	0	116	0	0	126	0	0	116	0	0	115	0	0	122	0	0	179	0
Индия	0	86	0	2	81	2	5	91	5	1	107	1	1	118	1	181	134	135	219	159	138
Ирландия	51	н/д	49	51	98	29	56	51	59	62	95	21	65	31	19	74,9	26	44	103	43	
Испания	174	474	37	147	457	32	216	533	41	142	566	25	119	573	21	н/д	599,6	н/д	2 014	778	259
Италия	5 859	1 803	325	3 819	1 594	240	6 128	1 722	356	161	1 596	10	130	1 583	8	113	1 669,1	7	141	2 085	7
Канада	0	748	0	0	757	0	1	758	0	0	847	0	11	830	1	1	827,4	0	3	866	0
Китай	1	76	1	1	101	1	0	144	0	0	177	0	0	220	0	57	256,2	22	106	359	30
Люксембург	0	7	1	0	8	1	0	9	0	0	9	0	0	12	0	0	20,3	0	0	32	0
Польша	3	37	8	2	37	5	1	46	3	1	43	1	1	50	1	1	61,8	1	1	75	1
Россия	0	44	1	0	73	0	70	28	250	5	28	16	7	46	15	7	44	17	8	50	17
Словения	н/д	0	н/д	0	0	10	0	2	6	0	2	8	0	3	8	0	3	6	0	3	11
США	800	11 612	7	672	12 436	5	1 892	13 758	14	1 752	15 144	12	944	16 032	6	847	17 365	5	1 247	18 795	7
Тайвань	н/д	104	н/д	0	108	0	0	132	0	0	134	0	0	130	0	0	132	0	0	153	0
Украина	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,03	871	0	1,15	11	1	1,30	112	1	2,03	44
Франция	954	1 481	64	442	1 364	32	171	1 466	12	8	1 381	1	14	1 446	1	26	1 522	2	29	1 925	2
Швеция	117	391	30	67	343	20	86	350	25	49	340	14	38	298	13	44	258,9	17	61	329	18
Южная Корея	0	324	0	0	202	0	5	355	1	237	409	58	21	421	5	9	480,4	2	37	585	6
Япония	58	4 793	1	25	4 463	1	11	5 172	0	1	6 339	0	0	5 987	0	4	5 732	0	4	6 620	0

Страна	2003				2004				2005				2006				2007				2008			
	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19						
Австрия	0	369	0	0	428	0	0	422	0	0	524	0	0	656	0	0	697	0						
Великобритания	2 097	1 905	110	2 748	2 416	114	2 947	2 535	116	3 232	3 296	98	3 514	3 833	92	6 522	3 970	164						
Венгрия	1	54	1	1	68	1	0	67	1	1	87	1	0	108	0	2	118	2						
Германия	368	3 975	9	330	4 491	7	276	4 107	7	202	4 837	4	211	5 627	4	138	5 490	3						
Гонконг	0	97	0	0	102	0	0	109	0	0	115	0	0	121	0	0	119	0						
Греция	0	255	0	0	335	0	0	353	0	0	462	0	0	588	0	0	641	0						
Индия	287	207	139	204	256	80	138	290	48	45	346	13	57	496	12	37	468	12						
Ирландия	42	171	25	45	240	19	32	285	11	24	420	6	36	526	7	57	595	6						
Испания	2 638	1 118	236	2 846	1 464	194	3 011	1 625	185	3 840	2 315	166	4 335	3 169	137	3 340	3 326	100						
Италия	153	2 664	6	175	3 106	6	136	2 892	5	143	3 505	4	193	4 200	5	242	4 494	5						
Канада	4	1 061	0	3	1 177	0	4	1 259	0	5	1 337	0	5	1 649	0	1	1 507	0						
Китай	73	468	16	40	648	6	34	928	4	19	1 213	2	16	1 726	1	30	2 254	1						
Люксембург	0	47	0	0	57	0	0	63	0	0	97	0	1	102	0	0	116	0						
Польша	2	89	2	1	125	1	1	139	1	1	170	1	1	207	0	1	192	1						
Россия	18	60	30	32	79	40	56	93	60	63	125	51	396	175	226	76	188	40						
Словакия	1	3	16	1	4	13	1	3	47	1	4	35	1	6	9	0	6	6						
США	1 921	20 653	9	2 266	22 641	10	1 679	24 574	7	1 637	27 248	6	1 642	28 891	6	1 321	30 658	4						
Тайвань	0	181	0	0	216	0	0	217	0	0	224	0	0	245	0	0	228	0						
Украина	0	2 111	5	0	2	13	1	3	25	2	8	24	1	11	7	3	6	48						
Франция	71	2 579	3	139	3 026	5	113	2 854	4	283	3 494	8	120	4 350	3	37	4 534	1						
Швеция	61	427	14	54	482	11	39	462	8	36	557	7	29	662	4	75	641	12						
Южная Корея	180	636	28	337	818	41	353	924	38	287	1 103	26	348	1 187	29	285	971	29						
Япония	0	8 087	0	2	9 154	0	0	8 645	0	0	8 724	0	0	9 217	0	0	11 478	0						

Таблица 2.14

Ликвидность рынка корпоративных долговых инструментов (финансовый и нефинансовый сектор), находящийся в обращении на национальных рынках ценных бумаг (млрд. долл. США)¹⁴.

Страна	1996			1997			1998			1999			2000			2001			2002		
	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
Австрия	0	99	0	0	96	0	0	104	0	0	104	0	0	112	0	0	118	0	0	153	0
Великобритания	65	435	15	н/д	504	н/д	н/д	589	н/д	366	732	50	453	793	57	83	866	10	51	1 067	5
Венгрия	н/д	1	н/д	н/д	1	н/д	н/д	1	н/д	н/д	н/д	1	н/д	1	н/д	0	2	9	0	2	10
Германия	208	1 607	13	108	1 549	7	107	1 834	6	62	1 853	3	615	1 962	31	61	1 884	3	68	2 288	3
Гонконг	0	37	0	0	51	0	0	49	0	0	55	0	0	60	0	0	67	0	0	72	0

¹⁴ The World Federation of Exchanges Value of Bond Trading 2008 – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2008/fixed-income-markets/total-value-bond-trading-0>; The World Federation of Exchanges Value of Bond Trading 2006 – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2006/total-value-bond-trading>; The World Federation of Exchanges Value of Bond Trading 2004 – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2004/value-bond-trading>; The World Federation of Exchanges Value of Bond Trading 2002 – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2002/total-value-bond-trading>; The World Federation of Exchanges Value of Bond Trading 1998 – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2000/value-bond-trading>; The World Federation of Exchanges Value of Bond Trading 1996 – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/1996/value-bond-trading>; ММВБ. Оборот торгов на рынках Группы ММВБ за 1992 – 2008 гг. – <http://www.micex.ru/group/profile/statistic>; exchanges.org/statistics/annual/1996/value-bond-trading; ММВБ. Оборот торгов на рынках украинского карбованця до иностранных валют – http://bank.gov.ua/STAT/Stat_data/Exchange.r.xls; Национальный банк Украины. Средний курс гривни до 1996 року украинского карбованця – <http://www.ssmc.gov.ua/UserFiles/File/part2.pdf>; Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Річний звіт за 2008 рік. – <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>; BIS Quarterly Review. – 2009. – June. – http://www.bis.org/publ/qrpdf/r_qa0906.pdf; BIS Quarterly Review. – 2006. – December. – http://www.bis.org/publ/qrpdf/r_qa0612.pdf; BIS Quarterly Review. – 2004. – December. – http://www.bis.org/publ/qrpdf/r_qa0412.pdf; BIS Quarterly Review. – 2002. – December. – http://www.bis.org/publ/qrpdf/r_qa0212.htm; BIS Quarterly Review. – 2000. – November. – http://www.bis.org/publ/r_qa0011.pdf; BIS Quarterly Review. – 1998. – November. – http://www.bis.org/publ/r_qa9811.pdf.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
Греция	0	4	0	0	3	0	0	4	4	0	5	0	0	8	0	0	8	0	0	12	0
Индия	0	8	0	0	9	0	0	8	0	0	7	0	0	6	0	0,791	6	14	3	6	45
Ирландия	83	14	610	33	18	184	22	24	93	0	30	0	0	39	0	0,056	49	0	0	72	0
Испания	6	141	4	6	137	4	7	175	4	27	237	11	11	254	5	н/д	293	н/д	671	398	169
Италия	11	484	2	13	427	3	16	456	4	15	494	3	11	546	2	10	659	1	13	877	1
Канада	1	181	1	1	214	0	1	245	0	0	297	0	8	310	2	0	326	0	0	348	0
Китай	2	38	5	4	51	7	2	75	3	6	89	6	3	104	3	2	118	2	1	139	1
Люксембург	2	7	28	7	8	97	1	9	16	1	9	13	1	12	7	1	20	7	1	32	4
Польша	0	0	0	0	1	0	0	3	0	0	4	0	0	4	0	0	6	0	0	6	0
Россия	0	0	0	0	3	0	0	3	5	0	3	19	1	1	89	2	2	105	4	6	70
Словакия	0	0	1	0	0	16	0	0	21	0	0	13	0	0	31	0	0	33	0	0	70
США	367	7 187	5	403	7 976	5	1 045	9 320	11	840	10 736	8	532	11 923	4	480	13 158	4	503	14 247	4
Тайвань	н/д	68	н/д	1	76	1	1	98	1	2	89	2	2	84	2	0,7	78	1	1	84	1
Украина	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,00	0	0	0,00	0	0	0,02	0	19	0	1	18
Франция	311	866	36	427	783	55	302	793	38	51	770	7	31	846	4	31	919	3	74	1 144	6
Швеция	93	195	48	65	171	38	70	173	40	62	180	35	53	165	32	83,7	155	54	102	200	51
Южная Корея	1	259	1	4	169	2	7	280	2	10	308	3	3	307	1	1,55	351	0	1	424	0
Япония	149	2 393	6	113	2 172	5	57	2 334	2	54	2 669	2	34	2 363	1	20	2 097	1	15	2 072	1

Страна	2003			2004			2005			2006			2007			2008		
	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов	Объем торгов долговыми инструментами	Объем долговых инструментов, находящихся в обороте	Ликвидность долговых инструментов
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Австрия	0	205	0	0	248	0	0	260	0	1	335	0	1	428	0	1	480	0
Великобритания	79	1 391	6	45	1 738	3	62	1 849	3	74	2 454	3	90	2 920	3	45	3 135	1
Венгрия	1	5	14	1	6	9	1	8	12	1	15	7	1	20	4	0	23	2
Германия	92	2 811	3	112	3 113	4	105	2 839	4	86	3 358	3	105	3 926	3	44	3 843	1
Гонконг	0	81	0	0	82	0	0	89	0	0	95	0	0	100	0	0	96	0
Греция	0	26	0	0	45	0	0	59	0	0	98	0	0	134	0	0	162	0
Индия	2	6	33	4	11	36	3	22	15	1	41	3	3	83	3	12	86	14
Ирландия	0	132	0	0	197	0	0	247	0	0	378	0	0	467	0	0	488	0
Испания	433	654	66	707	948	75	1 082	1 161	93	1 140	1 794	64	1 528	2 589	59	3 500	2 692	130
Италия	16	1 166	1	14	1 414	1	18	1 377	1	13	1 746	1	13	2 180	1	16	2 495	1
Канада	0	435	0	0	506	0	0	563	0	0	633	0	0	825	0	2	756	0
Китай	5	167	3	3	208	1	15	305	5	15	422	4	30	583	5	44	833	5
Люксембург	0	47	1	1	57	1	2	63	4	2	97	2	1	102	1	0	113	0
Польша	0	7	0	0	6	2	0	6	0	0	7	0	0	4	0	0	2	0
Россия	11	13	81	20	23	84	41	39	105	84	61	137	126	101	124	126	111	114
Словакия	0	3	2	0	4	1	0	3	7	0	4	2	0	4	2	0	4	2
США	377	15 626	2	401	17 109	2	1 422	18 633	8	1 249	21 014	6	1 156	22 296	5	1 602	22 766	7
Тайвань	0	103	0	0	122	0	0	119	0	0	119	0	0	135	0	0	128	0
Украина	0	38	1	48	1	106	1	3	51	2	4	55	3	9	39	2	4	53
Франция	82	1 534	5	93	1 827	5	64	1 746	4	107	2 253	5	75	2 903	3	12	3 053	0
Швеция	121	259	47	111	294	38	111	301	37	103	381	27	115	495	23	110	513	22
Южная Корея	1	426	0	1	499	0	2	540	0	18	643	3	33	713	5	51	629	8
Япония	12	2 252	1	7	2 314	0	7	2 038	0	5	1 974	0	3	2 069	0	3	2 362	0

Таблица 2.15

**Непогашенные задолженности внебиржевых деривативов
по категориям рисков и инструментов (для всех стран мира)
(трлн. долл. США)¹⁵.**

Категория рисков /Инструмент	Непогашенные задолженности по условным суммам				
	Июль 2005	Ноябрь 2005	Июль 2006	Ноябрь 2006	Июль 2007
Сумма контрактов	281,5	297,7	369,5	414,3	516,4
Валютные контракты	31,1	31,4	38,1	40,2	48,6
Форварды и фьючерсные свопы	15,8	15,9	19,4	19,9	24,5
Валютные свопы	8,2	8,5	9,7	10,8	12,3
Опционы	7,0	7,0	9,0	9,6	11,8
Контракты на процентную ставку	204,8	212,0	262,0	291,1	346,9
Контракты на форвардную ставку	14,0	14,3	18,1	18,7	22,8
Свопы процентной ставки	163,7	169,1	207,0	229,2	271,9
Опционы	27,1	28,6	36,8	43,2	52,3
Контракты по акциям	4,6	5,8	6,8	7,5	9,2
Форварды и свопы	1,1	1,2	1,4	1,8	2,6
Опционы	3,5	4,6	5,4	5,7	6,6
Товарные контракты	2,9	5,4	6,4	7,1	7,6
Золото	0,3	0,3	0,5	0,6	0,4
Другие товары	2,7	5,1	5,9	6,5	7,1
Форварды и свопы	1,7	1,9	2,2	2,8	3,4
Опционы	0,9	3,2	3,8	3,7	3,7
Свопы кредитного дефолта	10,2	13,9	20,4	28,7	42,6
Инструменты на одного субъекта	7,3	10,4	13,9	17,9	24,2
Инструменты на многих субъектов	2,9	3,5	6,5	10,8	18,3
Не классифицированы	27,9	29,2	35,9	39,7	61,5

¹⁵ Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA). Securities Industry and Financial Markets Global Addendum 2007. – <http://www.sifma.org/research/pdf/RRVol2-10.pdf>.

Таблица 2.16

Объем торгов деривативами на национальных рынках
(млрд. долл. США), 2005–2008 гг.¹⁶

Страна	2005	2006	2007	2008
США	38 925	53 089	85 932	86 975
Канада	247	374	578	646
Мексика	66	155	29	27
Австралия	545	722	2 387	2 190
Индия	340	656	312	701
Гонконг	1 292	2 594	7 144	3 328
Корея	37 635	45 489	68 998	48 363
Япония (данные только биржи Токю)	3 581	5 637	2 331	2 111
Тайвань	710	541	1 964	2 119
Таиланд	н/д	н/д	21	28
Греция	35	48	64	44
Италия	1 037	1 373	1 936	1 527
Венгрия	5	7	6	4
Германия и Швейцария	16 125	28 122	53 179	57 387
ЮАР	233	413	632	495
Испания	668	1 095	1 887	1 465
Норвегия	147	201	46	39
Израиль	965	1 428	2 512	2 224
Польша	37	63	127	128
Австрия	10	16	21	22

¹⁶ World Federation of Exchange (WFE). Annual report and statistics 2008. – <http://www.world-exchanges.org/files/statistics/excel/WFE%20Annual%20Report%20140509.pdf>.

Таблица 2.17

Распределение национальных рынков по соотношению объема торгов деривативами к ВВП (%), 2006–2008 гг.¹⁷

Страна	2006		2007		2008	
	Соотношение объема торгов деривативами к ВВП, %	ВВП на душу населения,	Соотношение объема торгов деривативами к ВВП, %	ВВП на душу населения,	Соотношение объема торгов деривативами к ВВП, %	ВВП на душу населения,
США	405%	43 839	625%	45 489	612%	46 787
Канада	31%	36 867	46%	38 500	46%	42 305
Мексика	11%	13 332	2%	14 004	2%	10 179
Австралия	97%	35 666	300%	37 565	216%	48 307
Индия	н/д	н/д	10%	2 753	58%	1 026
Япония	138%	32 040	54%	33 626	43%	38 484
Греция	16%	26 701	20%	28 423	12%	31 806
Италия	79%	29 356	107%	30 381	67%	38 963
Венгрия	4%	18 030	3%	18 754	3%	15 413
ЮАР	н/д	н/д	137%	9 736	179%	5 668
Испания	84%	29 520	133%	31 586	91%	36 203
Норвегия	83%	52 118	18%	53 477	9%	94 438
Польша	11%	14 842	21%	15 989	24%	13 894
Австрия	5%	35 259	7%	37 119	5%	49 938

¹⁷ World Federation of Exchange (WFE). Annual report and statistics 2008. – <http://www.world-exchanges.org/files/statistics/excel/WFE%20Annual%20Report%20140509.pdf>; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). OECD Statistics (GDP, unemployment, income, population, labour). – <http://stats.oecd.org/WBOS/index.aspx>.

Таблица 2.18

Эмиссия инструментов секьюритизации
по странам и регионам¹⁸ (млрд. дол. США)

Страны и регионы	Годовой объем эмиссий				
	2003	2004	2005	2006	2007
США	3671	2649	3139	3256	2892
Австралия	79	87	74	102	79
Япония	33	51	81	83	76
Канада	17	18	25	29	44
Великобритания	86	130	157	242	237
Испания	44	41	50	55	84
Нидерланды	24	23	49	36	56
Италия	38	43	41	38	36
Германия	8	10	19	47	26
Ирландия	4	3	1	13	14
Франция	9	10	9	10	5
Португалия	12	10	10	7	15
Прочие страны – члены ЕС	13	19	63	143	191
Иные страны Европы	10	15	8	13	18
Европа в целом	248	303	407	604	681
Южная Корея	33	24	28	24	21
Иные страны Азии	1	7	4	6	3
Латинская Америка	11	11	14	20	20
Западная Европа, Ближний Восток и Африка	2	4	9	13	10
Развивающиеся рынки в целом	48	46	55	64	53
Мировой рынок в целом	4094	3154	3780	4138	3826

¹⁸ International Financial Services (IFSL). IFSL Research. Securitization 2008. – P. 1. – http://www.ifsl.org.uk/upload/CBS_Securitisisation_2008.pdf.

Приложение к части 3

Таблица 3.1

Отношение денежных агрегатов отдельных стран к ВВП

Страна	Данные (в %)									
		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
США ¹	M2/ВВП	50,1	53,6	55,2	55,4	54,9	53,8	53,3	53,7	57,2
	M3/ВВП	72,5	79,3	81,8	80,9	80,7	81,7	—	—	81,7
Зона евро ²	M2/ВВП	62,7	65,6	67,4	69,7	71,5	75,2	78,3	82,5	86,8
	M3/ВВП	72,0	76,7	79,1	81,9	83,9	87,5	91,3	97,2	98,8
Польша ³	M2/ВВП	40,4	42,3	40,1	40,7	39,9	42,2	45,4	47,0	51,9
	M3/ВВП	40,4	42,3	40,3	40,9	40,8	43,4	46,7	48,1	52,4
Чехия ⁴	M2/ВВП	—	—	—	—	56,1	58,4	61,4	59,3	65,1
	M3/ВВП	—	—	—	—	58,1	60,7	63,4	61,1	77,5
Румыния ⁵	M2/ВВП	—	23,2	24,7	24,4	26,5	30,0	32,3	36,6	34,5
	M3/ВВП	—	—	—	—	26,6	30,1	32,4	36,6	34,5

¹ U.S. Federal Reserve. Statistical Release. Historical M3 Tables. Table A: M3 and Non-M2 M3 – Monthly. – <http://www.federalreserve.gov/releases/h6/hist/h6hista.htm>; U.S. Bureau of Economic Analysis. National Income and Product Accounts Table. Table 1.1.5. Gross Domestic Product, Billions of dollars, Seasonally adjusted at annual rates. – <http://www.bea.gov/national/nipaweb/TableView.asp?SelectedTable=5&FirstYear=2007&LastYear=2008&Freq=Qtr>.

² European Central Bank. Historical monetary statistics. – http://stats.ecb.europa.eu/stats/download/bsi_ma_historical.zip; European Central Bank. Euro area 13 (fixed composition). – Gross domestic product at market price – Current prices – ECU/euro – Seasonally and partly working day adjusted, mixed method of adjustment. – http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.I3.S.0000.B1QG00.1000.TTTT.V.U.A&periodSortOrder=ASC.

³ Narodowy Bank Polski. Miary pieniądza (dane miesięczne). – www.nbp.pl/statystyka/Pieniezna_i_bankowa/DWN/miarypieniadza_nowe.xls; Główny Urząd Statystyczny. Rachunki narodowe. Produkt krajowy brutto. – http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcrgus/PUBL_pkb_1kw_2008_tablice.xls.

⁴ České národní banka. Publikace měnové statistiky. – www.cnb.cz/cs/statistika/menova_bankovni_stat/menova_stat_publ/index.html; Ministerstvo financí České republiky. Ekonomický výkon, HDP - DS roční. – http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro_pre_38960.html.

⁵ Banca Națională a României. Buletine lunare. Secțiune statistică – www.bnr.ro; Institutul National de Statistica. Participarea populatiei la forta de munca, pe sexe si medii. Populatia ocupata. – <http://www.insse.ro/cms/rw/pages/indicatoriAnuali.ro.do>.

Россия ⁶	М2/ВВП	15,8	18,0	19,7	24,3	25,6	28,0	33,5	40,2	31,7
	М3/ВВП	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Украина ⁷	М2/ВВП	18,5	22,1	28,5	35,5	36,4	43,8	47,7	54,9	54,0
	М3/ВВП	19,0	22,4	28,7	35,6	36,5	44,0	48,0	55,6	54,3

⁶ Центральный банк Российской Федерации. Денежная масса М2 (национальное определение) (млрд. руб.). – http://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/MS.asp?Year=2007; Федеральная служба государственной статистики Российской Федерации. Основные показатели системы национальных счетов. Номинальный объем использованного ВВП в текущих ценах, млрд. руб. – www.gks.ru/bgd/free/b01_19/lssWWW.exe/Stg/d000/i000170r.htm.

⁷ Национальный банк Украины. Статистика. Грошова маса. – www.bank.gov.ua/Statist/Money/mon.htm.
Міністерство економіки України. Таблиця основних показників економічного розвитку України. – http://me.kmu.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=78203&cat_id=78198.

Таблица 3.2.

**Динамика объемов финансовых активов в собственности
основных типов финансовых институтов США, 1970–2008 г.⁸**

Институты	1970		1980		1990		2000		2007		2008	
	Млрд. долл.	В % от суммы	Млрд. долл.	В % от суммы	Млрд. долл.	В % от суммы	Млрд. долл.	В % от суммы	Млрд. долл.	В % от суммы	Млрд. долл.	В % от суммы
Монетарные институты	86,1	5,6	173,7	3,7	342,3	2,5	636	1,7	951,3	1,5	2270,6	3,7
Коммерческие банки	517,2	33,7	1481,7	31,7	3337,2	24	6468,7	17,8	11194,1	18,1	13996,5	23,0
Небанковские кредитные учреждения	341,1	22,2	1073,1	22,9	2136,3	15,4	2871,7	7,9	4483,8	7,2	4499,3	7,4
Страховые компании	251,6	16,4	646,3	13,8	1884,9	13,6	3997,7	11	6362,9	10,2	5821	9,6
Пенсионные фонды	211,7	13,8	786	16,8	2721,5	19,6	7579,4	20,8	10175,3	16,4	8148,6	13,4
Инвестиционные фонды	52,9	3,4	146,1	3,1	1154,6	8,3	6452,7	17,7	11808,2	19,1	9399,6	15,4
Другие финансовые учреждения	72,9	4,8	373,7	8	2306,9	16,6	8396	23,1	17047,3	27,5	16762,9	27,5
Всего:	1533,5	100	4680,6	100	13883,7	100	36402,2	100	61983,9	100	60898,5	100,0

⁸ U.S. Federal Reserve. Flow of Funds Accounts of the United States. Annual Flows and Outstanding, 1965–1974. – <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a/1965-1974.pdf>; U.S. Federal Reserve. Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstanding, 1975–1984. – <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a/1975-1984.pdf>; U.S. Federal Reserve. Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstanding, 1985–1994. – <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a/1985-1994.pdf>; U.S. Federal Reserve. Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstanding, 1995–2004. – <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a/1995-2004.pdf>; U.S. Federal Reserve. Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstanding, 2005–2008. – <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a/2005-2008.pdf>.

Таблица 3.3.

Отношение финансовых активов институциональных инвесторов к ВВП
(2000 – 2008 гг.)⁹

Страна	2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008	
	(млн. дол.)	(% к ВВП)	(млн. дол.)	(% к ВВП)	(млн. дол.)	(% к ВВП)	(млн. дол.)	(% к ВВП)	(млн. дол.)	(% к ВВП)	(млн. дол.)	(% к ВВП)	(млн. дол.)	(% к ВВП)	(млн. дол.)	(% к ВВП)	(млн. дол.)	(% к ВВП)
Бельгия	191 089,78	67,72	189 327,92	64,76	220 980,90	71,44	295 777,44	94,59	370 374,24	114,56	365 719,76	108,90	453 380,40	127,95	533 519,04	141,96	513 228,80	137,18
Греция	38 508,04	19,18	33 261,97	15,24	36 477,00	15,37	49 615,02	19,94	57 151,28	21,37	45 151,52	16,31	46 997,28	15,79	50 981,74	16,03	30 595,60	9,30
Исландия	н/д	н/д	7 892,67	90,93	11 330,96	126,77	15 312,87	171,97	21 995,60	223,01	27 292,14	263,35	29 298,02	274,17	40 885,06	361,58	16 760,30	143,80
Канада	919 429,33	105,32	872 396,23	95,87	864 208,92	92,15	1 140 086,92	115,20	1 371 672,50	130,66	1 585 334,48	140,17	1 796 579,49	149,26	2 229 381,00	175,60	1 598 825,41	114,19
Германия	1 925 394,48	90,38	1 868 460,66	84,48	2 187 302,25	96,13	2 868 154,38	121,62	3 227 678,48	130,79	3 070 140,52	118,64	3 617 572,20	133,76	4 090 500,98	144,59	3 724 821,80	127,45
Норвегия	75 790,45	46,77	74 263,39	44,35	94 040,92	55,92	114 892,20	65,69	144 580,26	74,50	158 806,82	72,61	209 274,84	86,15	270 220,77	107,37	192 861,58	69,27
Польша	12 179,42	3,02	18 597,47	4,44	27 355,35	6,19	35 694,64	7,79	56 974,09	11,46	71 312,00	13,56	110 125,86	19,46	161 657,89	26,36	117 567,68	17,47
Португалия	57 102,18	32,72	56 411,76	30,78	69 769,35	36,48	92 082,06	46,91	105 230,40	52,26	108 846,74	49,95	131 539,32	57,39	153 022,60	63,20	127 475,60	51,83
США	18 072 493,00	185,08	17 874 474,00	177,40	16 990 026,00	163,09	19 821 761,00	181,72	21 850 669,00	187,87	23 618 545,00	191,03	26 715 654,00	203,68	29 216 407,00	212,61	24 147 540,00	170,00
Турция	3 862,69	0,66	4 237,24	0,76	6 926,51	1,21	10 092,91	1,72	15 479,10	2,25	18 902,22	2,42	17 002,82	1,93	26 290,60	2,74	15 459,90	1,48
Венгрия	5 995,40	4,79	7 786,68	5,65	12 358,71	8,28	14 948,57	9,52	21 769,74	13,28	25 278,16	14,78	35 282,33	19,44	48 500,97	25,66	38 218,49	19,70
Украина	264,90	0,85	466,19	1,23	797,97	1,90	1 354,29	2,71	3 322,37	5,11	2 435,63	2,80	3 603,98	3,40	4 385,29	3,07	3 621,26	2,94
Финляндия	107 026,52	80,65	102 701,55	74,32	125 650,35	87,66	170 886,24	118,44	214 355,04	137,30	224 472,58	139,66	295 089,96	171,99	349 328,36	190,35	265 932,80	140,55
Франция	1 392 998,22	90,87	1 370 767,32	84,09	1 648 214,40	96,32	2 109 539,88	124,05	2 683 477,20	151,82	2 539 780,08	135,86	3 176 954,88	161,97	3 653 282,08	175,59	3 356 750,60	158,71
Россия	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	40 110,89	2,36	59 312,00	3,30	84 506,70	4,05	68 426,43	3,11

⁹ International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. September 2004. – С. 200. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2004/02/pdf/statappx.pdf>.
 International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. April 2009. – С. 190. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/01/index.htm>; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD) Gross domestic product. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MEL_FIN; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Institutional investors assets – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MEL_FIN; /Державна комісія з регулювання ринків фінансових проєктів. Річні звіти. – <http://www.dfp.gov.ua/742.html>; The Central Bank of Iceland. The Exchange Rate Index. – <http://www.sedlabanki.is/default.aspx?PageID=183>; Magyar Nemzeti Bank. Query Official Daily Exchange Rates. – <http://english.mnb.hu/engine.aspx?page=arfoynamlekerdesez>.

Таблица 3.4.

Отношение инвестиций институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг к ВВП
(2000 – 2008 гг.)¹⁰

Страна	2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008	
	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)
Бельгия	156 889,76	55,60	154 512,01	52,85	174 384,00	56,37	234 092,88	74,86	298 117,44	92,21	301 077,00	89,65	378 647,28	106,86	453 835,16	120,76	388 708,60	103,90
Греция	24 111,94	12,01	21 022,69	9,63	21 909,30	9,23	30 014,46	12,06	36 873,68	13,79	37 172,36	13,43	37 745,40	12,68	42 837,86	13,47	23 440,20	7,12
Исландия	н/д	н/д	6 025,78	69,42	8 583,90	96,03	12 438,90	139,70	18 848,00	191,09	23 885,66	230,48	26 352,86	246,61	36 008,90	318,46	12 963,93	111,22
Канада	863 849,33	98,95	819 129,56	90,02	811 642,04	86,54	1 077 661,54	108,90	1 300 932,50	123,92	1 510 894,83	133,59	1 707 676,92	141,87	2 107 502,00	166,00	1 492 495,90	106,60
Германия	1 401 485,48	65,79	1 333 313,45	60,28	1 503 400,50	66,07	2 004 678,90	85,00	2 230 525,12	90,39	2 189 123,02	84,60	2 580 326,76	95,41	2 972 814,04	105,08	2 456 918,80	84,07
Норвегия	69 410,00	42,83	530 278,24	316,71	464 591,41	276,25	105 011,69	60,04	134 527,63	69,32	147 073,74	69,32	197 623,88	81,35	252 600,00	100,37	177 195,97	63,65
Польша	10 706,05	2,65	17 289,65	4,13	26 015,93	5,89	33 884,45	7,40	53 726,38	10,81	143 784,95	27,33	171 289,51	30,27	200 442,13	32,68	107 877,44	16,03
Португалия	50 671,64	29,03	49 492,90	27,01	61 908,00	32,37	81 605,16	41,57	93 680,88	46,51	97 580,10	44,78	119 932,56	52,32	140 119,12	57,87	112 456,40	45,72
США	16 886 311,00	172,93	16 568 754,00	164,44	15 626 292,00	150,00	18 492 154,00	169,53	20 415 803,00	175,53	21 977 825,00	177,76	24 943 883,00	190,17	27 053 284,00	196,87	21 928 073,00	154,38
Турция	3 219,40	0,55	3 583,45	0,64	6 154,82	1,08	9 470,92	1,61	14 491,79	2,10	17 725,93	2,27	15 447,89	1,75	23 426,50	2,44	13 775,69	1,32
Венгрия	5 790,15	4,63	7 304,87	5,30	11 027,69	7,39	13 778,03	8,78	19 617,93	11,96	21 998,09	12,86	29 296,55	16,14	40 106,27	21,22	31 192,52	16,08
Украина	161,58	0,52	289,58	0,76	469,86	1,12	877,81	1,76	2 408,49	3,71	1 635,73	1,88	2 270,14	2,14	2 705,91	1,89	2 320,88	1,89
Финляндия	96 004,08	72,34	92 798,52	67,15	112 213,50	78,28	156 156,84	108,23	199 567,76	127,83	212 193,50	132,02	278 988,60	162,60	330 106,00	179,88	242 943,40	128,40
Франция	1 300 477,78	84,84	1 263 080,88	77,49	1 528 830,45	89,34	1 963 764,18	115,48	2 501 076,72	141,50	2 385 766,48	127,62	3 015 705,00	153,75	3 433 679,10	165,03	3 093 255,20	146,25
Россия	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	31 308,46	1,84	45 601,36	2,53	60 874,95	2,92	48 672,95	2,21

¹⁰ International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. September 2004. – С. 200. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2004/02/pdf/statappx.pdf>.
 International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. April 2009. – С. 190. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/01/index.htm>.
 Organization of Economic Co-operation and Development (OECD) Gross domestic product. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MEL_FIN; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Institutional investors assets. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MEL_FIN; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Institutional investors assets. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MEL_FIN; Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг. Річні звіти. – <http://www.dfp.gov.ua/742.html>; The Central Bank of Iceland. The Exchange Rate Index. – <http://www.sedlabanki.is/default.aspx?PageID=183>; Magyar Nemzeti Bank. Query Official Daily Exchange Rates. – <http://english.mnb.hu/engine.aspx?page=arfojnyamlekerdesez>.

Таблица 3.5.

Отношение финансовых активов страховых компаний к ВВП (2000–2008 гг.)¹¹

Страна	2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008	
	Активы (млн. дол.)	(% к ВВП)	Активы (млн. дол.)	(% к ВВП)	Активы (млн. дол.)	(% к ВВП)	Активы (млн. дол.)	(% к ВВП)	Активы (млн. дол.)	(% к ВВП)	Активы (млн. дол.)	(% к ВВП)	Активы (млн. дол.)	(% к ВВП)	Активы (млн. дол.)	(% к ВВП)	Активы (млн. дол.)	(% к ВВП)
Бельгия	104 476,30	37,02	105 618,08	36,13	129 517,50	41,87	176 898,96	56,57	228 658,96	70,11	222 742,70	66,33	271 480,44	76,62	317 493,06	84,48	298 160,80	79,70
Греция	6 728,52	3,35	6 493,44	2,97	7 354,20	3,10	9 724,68	3,91	12 407,28	4,64	12 301,50	4,44	15 630,12	5,25	19 418,00	6,10	18 076,80	5,49
Исландия	773,80	9,55	712,94	8,21	1 351,63	15,12	1 143,93	12,85	1 586,32	16,08	2 096,74	20,23	2 229,54	20,86	2 475,32	21,89	937,69	8,04
Канада	220 647,33	25,27	224 367,92	24,66	242 877,71	25,90	314 075,38	31,74	366 469,17	34,91	399 192,24	35,30	429 767,52	35,70	520 965,00	41,03	413 433,61	29,53
Германия	973 515,70	45,70	973 970,61	44,04	1 182 764,10	51,98	1 527 889,86	64,79	1 710 534,56	69,32	1 596 648,56	61,70	1 867 649,52	69,06	2 090 538,96	73,89	1 991 290,00	68,14
Норвегия	48 022,84	29,63	50 103,46	29,92	66 324,06	39,44	77 570,76	44,35	95 398,68	49,15	98 568,10	45,07	123 562,02	50,87	155 587,68	61,82	122 301,44	43,93
Польша	7 802,91	1,93	10 377,02	2,48	13 145,95	2,97	15 714,48	3,43	23 455,81	4,72	25 202,46	4,79	34 427,93	6,08	47 414,98	7,73	42 310,44	6,29
Португалия	24 061,18	13,79	23 209,42	12,66	29 835,75	15,60	39 511,08	20,13	45 866,00	22,77	47 537,48	21,82	65 439,00	28,55	80 927,80	33,42	79 489,20	32,32
США	3 997 653,00	40,94	4 084 456,00	40,54	4 274 856,00	41,03	4 832 488,00	44,30	5 286 805,00	45,45	5 590 257,00	45,21	6 014 596,00	45,86	6 308 500,00	45,91	5 814 721,00	40,94
Турция	2 550,75	0,43	1 841,38	0,33	2 086,75	0,36	1 451,06	0,25	1 982,09	0,29	4 084,44	0,52	4 365,49	0,50	7 497,44	0,78	4 408,78	0,42
Венгрия	2 588,27	2,07	3 127,58	2,27	4 548,86	3,05	5 695,24	3,63	7 965,29	4,86	7 904,42	4,62	10 997,29	6,06	12 943,71	6,85	11 770,77	6,07
Украина	264,90	0,85	406,79	1,07	742,32	1,77	1 303,30	2,61	3 254,21	5,01	2 337,62	2,69	3 305,63	3,12	3 598,55	2,52	2 860,66	2,33
Финляндия	32 990,24	24,86	28 358,07	20,52	34 377,00	23,98	44 087,40	30,56	50 577,04	32,40	50 285,70	31,29	61 098,84	35,61	67 593,62	36,83	58 713,20	31,03
Франция	949 170,64	61,92	902 870,29	55,39	1 055 875,80	61,71	1 357 345,08	79,82	1 803 701,96	102,05	1 751 739,50	93,71	2 189 594,88	111,63	2 569 915,96	123,52	2 285 425,80	108,06
Россия	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	20 120,29	1,18	24 012,42	1,33	28 552,17	1,37	26 981,60	1,23

¹¹ International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. September 2004. – С. 200. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2004/02/pdf/statappx.pdf>.
 International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. April 2009. – С. 190. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/01/index.htm>.
 Organization of Economic Co-operation and Development (OECD) Gross domestic product. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MEL_FIN.
 Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Institutional investors assets. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MEL_FIN.
 Державна комісія з регулювання ринків фінансових проєктів. Річні звіти. – <http://www.dfp.gov.ua/742.html>.
 The Central Bank of Iceland. The Exchange Rate Index. – <http://www.sedlabanki.is/default.aspx?PageID=183>.
 Magyar Nemzeti Bank. Query Official Daily Exchange Rates. – <http://english.mnb.hu/engine.aspx?page=arfoynamlekerdesez>.

Таблица 3.6.

Отношение финансовых активов компаний рискового страхования к ВВП (2000–2008 гг.)¹².

Страна	2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008	
	Активы	(% к ВВП)	Активы	(% к ВВП)	Активы	(% к ВВП)	Активы	(% к ВВП)	Активы	(% к ВВП)	Активы	(% к ВВП)	Активы	(% к ВВП)	Активы	(% к ВВП)	Активы	(% к ВВП)
Бельгия	34 154,03	12,10	34 221,65	11,71	41 699,31	13,48	56 131,84	17,95	71 577,82	22,14	70 828,97	21,09	83 821,68	23,66	97 635,08	25,98	94 907,13	25,37
Греция	2 200,54	1,10	2 103,96	0,96	2 367,75	1,00	3 085,74	1,24	3 918,16	1,47	3 911,70	1,41	4 825,92	1,62	5 972,86	1,88	5 754,00	1,75
Исландия	773,80	9,55	651,53	7,51	949,89	10,63	1 191,75	13,38	1 535,46	15,57	1 472,49	14,21	1 453,75	13,60	1 705,68	15,08	906,26	7,78
Канада	43 694,00	5,00	42 288,05	4,65	48 868,15	5,21	65 234,62	6,59	78 295,83	7,46	80 136,21	7,09	89 250,43	7,41	105 752,00	8,33	89 786,89	6,41
Германия	359 797,22	16,89	384 232,58	17,37	486 383,10	21,38	660 621,78	28,01	730 585,20	29,61	727 212,76	28,10	855 476,16	31,63	945 329,56	33,41	903 611,80	30,92
Норвегия	9 301,93	5,74	9 212,50	5,50	11 984,87	7,13	14 255,77	8,15	17 382,07	8,96	18 144,96	8,30	21 116,51	8,69	29 040,44	11,54	23 552,52	8,46
Польша	3 244,79	0,80	4 150,51	0,99	5 018,02	1,14	5 780,43	1,26	8 810,96	1,77	9 308,00	1,77	11 988,97	2,12	16 427,13	2,68	15 103,37	2,24
Португалия	7 865,77	4,51	7 520,16	4,10	9 605,88	5,02	12 537,27	6,39	14 484,26	7,19	15 116,23	6,94	20 204,80	8,81	24 886,82	10,28	25 302,09	10,29
США	858 119,00	8,79	854 746,00	8,48	934 681,00	8,97	1 059 262,00	9,71	1 159 147,00	9,97	1 246 317,00	10,08	1 335 790,00	10,18	1 381 513,00	10,05	1 305 533,00	9,19
Турция	994,03	0,17	688,28	0,12	687,35	0,12	1 093,62	0,19	1 542,54	0,22	3 612,59	0,46	3 820,42	0,43	6 267,52	0,65	3 685,55	0,35
Венгрия	846,12	0,68	1 013,38	0,74	1 464,55	0,98	1 807,16	1,15	2 515,40	1,53	2 513,49	1,47	3 395,50	1,87	3 980,43	2,11	3 746,74	1,93
Украина	260,93	0,84	399,06	1,05	723,77	1,72	1 261,59	2,52	3 127,29	4,81	2 223,07	2,56	3 148,24	2,97	3 347,98	2,34	2 551,06	2,07
Финляндия	9 821,12	7,40	7 359,41	5,33	8 059,80	5,62	10 037,16	6,96	11 131,60	7,13	12 201,20	7,59	14 386,68	8,39	14 554,74	7,93	12 642,54	6,68
Франция	231 877,32	15,13	197 257,82	12,10	221 831,40	12,96	288 514,80	16,97	398 871,68	22,57	326 641,70	17,47	424 269,12	21,63	488 542,28	23,48	425 542,60	20,12
Россия	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	19 275,23	1,14	22 869,12	1,27	26 564,01	1,27	24 061,45	1,09

¹² International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. September 2004. – С. 200. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2004/02/pdf/statappx.pdf>.
 International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. April 2009. – С. 190. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/01/index.htm>.
 Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Gross domestic product. – <http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=GDP>.
 Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Institutional investors assets. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MEL_FIN.
 Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг. Річні звіти. – <http://www.dfp.gov.ua/742.html>.
 The Central Bank of Iceland. The Exchange Rate Index. – <http://www.sedlabank.is/default.aspx?PageID=183>.
 Magyar Nemzeti Bank. Query Official Daily Exchange Rates. – <http://english.mnb.hu/engine.aspx?page=arfolyamlekerdesez>.

Таблица 3.7.

Отношение финансовых активов компаний страхования жизни к ВВП (2000–2008 гг.)¹³

Страна	2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008	
	(млн. дол.)	(% к ВВП)	(млн. дол.)	(% к ВВП)	(млн. дол.)	(% к ВВП)	(млн. дол.)	(% к ВВП)	(млн. дол.)	(% к ВВП)	(млн. дол.)	(% к ВВП)	(млн. дол.)	(% к ВВП)	(млн. дол.)	(% к ВВП)	(млн. дол.)	(% к ВВП)
Бельгия	70 322,27	24,92	71 396,43	24,42	87 818,19	28,39	120 767,12	38,62	155 081,14	47,97	151 913,73	45,24	187 658,76	52,96	219 857,98	58,50	203 253,67	54,33
Греция	4 528,92	2,26	4 389,48	2,01	4 986,45	2,10	6 638,94	2,67	8 489,12	3,17	8 389,80	3,03	10 804,20	3,63	13 446,60	4,23	12 322,80	3,74
Исландия	н/д	н/д	562,84	6,48	1 054,47	11,80	893,08	10,03	1 239,30	12,56	1 631,80	15,75	1 736,77	16,25	1 942,18	17,18	728,18	6,25
Канада	176 953,33	20,27	182 079,87	20,01	194 009,55	20,69	248 840,77	25,15	288 173,33	27,45	319 056,03	28,21	340 571,09	28,29	415 213,00	32,70	323 646,72	23,12
Германия	613 718,48	28,81	589 738,03	26,66	696 381,00	30,60	867 268,08	36,77	979 949,36	39,71	869 435,80	33,60	1 012 173,36	37,43	1 145 209,40	40,48	1 087 678,20	37,22
Норвегия	38 720,91	23,89	40 890,96	24,42	54 339,19	32,31	63 314,99	36,20	78 016,61	40,20	80 423,15	36,77	102 445,51	42,17	126 547,24	50,28	98 748,92	35,47
Польша	4 558,11	1,13	6 226,52	1,49	8 127,94	1,84	9 934,05	2,17	14 644,85	2,95	15 894,46	3,02	22 438,97	3,96	30 988,26	5,05	27 207,07	4,04
Португалия	16 195,41	9,28	15 689,26	8,56	20 229,87	10,58	26 973,81	13,74	31 381,74	15,58	32 421,25	14,88	45 234,20	19,73	56 040,98	23,15	54 187,11	22,03
США	3 135 664,00	32,11	3 224 567,00	32,00	3 335 027,00	32,01	3 772 797,00	34,59	4 130 265,00	35,51	4 330 660,00	35,19	4 685 257,00	35,72	4 949 746,00	36,02	4 515 496,00	31,79
Турция	1 555,22	0,26	1 153,10	0,21	1 398,80	0,24	357,45	0,06	439,55	0,06	472,59	0,06	545,07	0,06	1 229,91	0,13	723,24	0,07
Венгрия	1 742,15	1,39	2 114,20	1,54	3 084,31	2,07	3 888,08	2,48	5 449,89	3,32	5 390,92	3,15	7 601,79	4,19	8 963,27	4,74	8 024,03	4,14
Украина	3,97	0,01	7,73	0,02	18,56	0,04	41,71	0,08	126,91	0,20	114,54	0,13	157,39	0,15	250,58	0,18	309,60	0,25
Финляндия	23 169,12	17,46	20 998,66	15,19	26 317,20	18,36	34 050,24	23,60	39 445,44	25,27	38 084,50	23,69	46 712,16	27,23	53 038,88	28,90	46 070,66	24,35
Франция	717 293,32	46,79	705 612,47	43,29	834 044,40	48,74	1 068 830,28	62,85	1 404 829,68	79,48	1 425 097,80	76,23	1 765 325,76	90,00	2 081 373,08	100,04	1 859 883,20	87,94
Россия	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	845,05	0,05	1 143,30	0,06	1 988,16	0,10	2 920,15	0,13

¹³ International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. September 2004. – С. 200. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2004/02/pdf/stataopr.pdf>
International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. April 2009. – С. 190. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/01/index.htm>; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD) Gross domestic product. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MEL_FIN; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Institutional investors assets. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MEL_FIN; Государная комиссия з регулирования рынка финансовых услуг. Ръчн звіт. – <http://www.dfr.gov.ua/742.html>; The Central Bank of Iceland. The Exchange Rate Index. – <http://www.sedlabanki.is/default.aspx?PageID=183>; Magyar Nemzeti Bank. Query Official Daily Exchange Rates. – <http://english.mnb.hu/engine.aspx?page=arfoayamlekerdesez>; Федеральная служба страхового надзора. Доклад о развитии страхового рынка России в 2006–2007 гг. – http://www.fksn.ru/www/site.nsf/web/doc_30072008134625.html; Літа страхових організацій України. Страхование жизни. – http://www.uainsur.com/ua/insurance_market_analysis/lifeins.

Таблица 3.8.

Отношение инвестиций страховых компаний на рынке ценных бумаг к ВВП
(2000 – 2008 гг.)¹⁴

Страна	2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008	
	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)
Бельгия	91 177,18	32,31	92 307,24	31,57	111 624,45	36,08	151 187,40	48,35	195 584,32	60,50	196 403,92	58,48	242 918,28	68,56	286 974,68	76,36	262 848,60	70,26
Греция	6 330,90	3,15	5 976,35	2,74	6 615,00	2,79	8 607,06	3,46	10 896,32	4,07	10 809,98	3,91	13 572,24	4,56	16 389,96	5,15	15 199,80	4,62
Исландия	н/д	н/д	425,53	4,90	727,31	8,14	718,65	8,07	1 141,93	11,58	1 751,40	16,90	1 899,48	17,78	2 083,66	18,43	699,45	6,00
Канада	185 478,00	21,25	190 086,79	20,89	210 050,96	22,40	273 906,15	27,68	321 529,17	30,63	353 856,03	31,29	381 176,07	31,67	463 496,00	36,51	363 840,16	25,99
Германия	579 745,94	27,22	575 238,15	26,01	680 596,35	29,91	897 508,08	38,06	976 225,68	39,56	949 799,70	36,70	1 111 449,24	41,10	1 216 785,90	43,01	1 130 623,20	38,69
Норвегия	43 298,30	26,72	44 896,43	26,81	58 676,08	34,89	69 896,10	39,96	87 798,85	45,24	90 596,88	41,42	115 402,40	47,51	142 325,55	56,55	109 176,98	39,22
Польша	6 989,35	1,73	9 517,17	2,27	12 434,99	2,81	14 856,57	3,24	21 988,37	4,42	23 222,46	4,41	30 806,21	5,44	43 277,73	7,06	34 263,30	5,09
Португалия	21 631,28	12,39	20 814,43	11,36	27 494,25	14,38	35 843,22	18,26	41 384,80	20,55	43 740,24	20,07	59 520,12	25,97	75 098,02	31,02	71 656,20	29,13
США	3 603 863,00	36,91	3 647 233,00	36,20	3 802 949,00	36,51	4 320 545,00	39,61	4 751 086,00	40,85	5 041 601,00	40,78	5 426 035,00	41,37	5 677 136,00	41,31	5 125 318,00	36,08
Турция	1 938,81	0,33	1 420,69	0,25	1 698,19	0,30	1 090,07	0,19	1 499,25	0,22	3 139,26	0,40	3 015,49	0,34	5 289,74	0,55	3 110,58	0,30
Венгрия	2 457,57	1,96	3 011,68	2,19	4 388,82	2,94	5 538,20	3,53	7 767,23	4,74	7 760,73	4,54	10 661,19	5,87	12 094,58	6,40	10 890,60	5,61
Украина	161,58	0,52	251,57	0,66	434,25	1,03	845,18	1,69	2 364,87	3,64	1 583,11	1,82	2 061,23	1,94	2 079,07	1,45	1 684,95	1,37
Финляндия	31 481,54	23,72	27 099,61	19,61	32 288,55	22,53	41 506,92	28,77	48 190,24	30,87	48 313,92	30,06	58 229,16	33,94	64 115,90	34,94	55 854,40	29,52
Франция	902 605,86	58,88	856 933,83	52,57	1 002 866,55	58,61	1 289 126,16	75,81	1 730 625,84	97,91	1 687 671,40	90,28	2 123 419,32	108,26	2 486 565,42	119,51	2 200 627,80	104,05
Россия	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	16 018,89	0,94	18 063,27	1,00	20 308,20	0,97	18 843,03	0,86

¹⁴ International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. September 2004. – С. 200. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2004/02/pdf/statappx.pdf>.
 International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. April 2009. – С. 190. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/01/index.htm>.
 Organization of Economic Co-operation and Development (OECD) Gross domestic product. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MEL_FIN; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Institutional investors assets. (http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MEL_FIN); Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг. Рівні звіти. – <http://www.dfp.gov.ua/742.html>; The Central Bank of Iceland. The Exchange Rate Index. – <http://www.sedlabanki.is/default.aspx?PageID=183>; Magyar Nemzeti Bank. Query Official Daily Exchange Rates. – <http://english.mnb.hu/engine.aspx?page=arfolyamlekerdesez>.

Таблица 3.9.

Отношение финансовых активов негосударственных пенсионных фондов к ВВП
(2000–2008 гг.)⁵

Страна	2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008	
	Активы (млн. дол.)	(% к ВВП)	Активы (млн. дол.)	(% к ВВП)	Активы (млн. дол.)	(% к ВВП)	Активы (млн. дол.)	(% к ВВП)	Активы (млн. дол.)	(% к ВВП)	Активы (млн. дол.)	(% к ВВП)	Активы (млн. дол.)	(% к ВВП)	Активы (млн. дол.)	(% к ВВП)	Активы (млн. дол.)	(% к ВВП)
Бельгия	10 456,56	3,71	9 245,32	3,16	9 697,80	3,13	12 593,70	4,03	14 579,20	4,51	14 617,84	4,35	16 826,04	4,75	19 739,20	5,25	18 391,80	4,92
Исландия	н/д	н/д	6 205,05	71,48	8 318,26	93,06	11 348,47	127,45	15 889,33	161,10	19 142,12	184,71	20 749,31	194,17	27 185,53	240,43	14 044,44	120,49
Канада	387 328,67	44,37	358 966,67	39,45	352 154,14	37,55	469 200,77	47,41	575 159,17	54,79	684 306,90	60,50	781 344,44	64,91	972 034,00	76,56	682 623,77	48,76
Германия	169 297,76	7,95	157 483,72	7,12	185 157,00	8,14	249 929,82	10,60	300 247,20	12,17	283 710,94	10,96	348 095,88	12,87	418 288,54	14,79	401 157,40	13,73
Норвегия	11 228,18	6,93	9 152,12	5,47	11 744,96	6,98	14 650,52	8,38	19 461,51	10,03	19 901,34	9,10	23 983,17	9,87	30 182,35	11,99	24 363,74	8,75
Польша	2 431,23	0,60	4 933,33	1,18	8 299,22	1,88	12 195,98	2,66	20 977,74	4,22	26 562,15	5,05	40 668,28	7,19	57 363,16	9,35	47 068,01	6,99
Португалия	13 924,22	7,98	14 544,38	7,94	17 699,85	9,25	22 454,46	11,44	25 456,48	12,64	27 565,98	12,65	27 236,88	11,88	32 060,14	13,24	26 076,40	10,60
США	7 557 272,00	77,39	7 115 754,00	70,62	6 499 575,00	62,39	7 827 482,00	71,76	8 523 236,00	73,28	9 095 112,00	73,56	10 259 561,00	78,22	10 805 260,00	78,63	8 148 444,00	57,37
Венгрия	1 372,90	1,10	2 065,06	1,50	3 518,66	2,36	4 810,95	3,07	7 920,01	4,83	8 710,82	5,09	11 294,61	6,22	15 986,32	8,46	13 614,09	7,02
Украина	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
Финляндия	4 586,26	3,46	4 085,10	2,96	4 716,60	3,29	6 243,30	4,33	6 635,44	4,25	6 009,74	3,74	6 939,24	4,04	8 094,24	4,41	6 192,20	3,27
Россия	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	11 883,44	0,70	19 393,77	1,08	24 172,15	1,16	19 472,04	0,89

* Данные по Греции, Турции и Франции отсутствуют

¹⁵ International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. September 2004. – С. 200. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2004/02/pdf/statappx.pdf>.
International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. April 2009. – С. 190. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/01/index.htm>.
Organization of Economic Co-operation and Development (OECD) Gross domestic product. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MEL_FIN; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Institutional investors assets. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MEL_FIN; Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг. Річні звіти. – <http://www.dfp.gov.ua/742.html>; The Central Bank of Iceland. The Exchange Rate Index. – <http://www.sedlabanki.is/default.aspx?PageID=183>; Magyar Nemzeti Bank. Quarterly Official Daily Exchange Rates. – <http://english.mnb.hu/engine.aspx?page=arfojnyamlekerdesez>.

Таблица 3.10.

Отношение инвестиций негосударственных пенсионных фондов на рынке ценных бумаг к ВВП
(2000 – 2008 гг.)¹⁶

Страна	2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008	
	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)
Бельгия	10 170,80	3,60	8 848,38	3,03	9 186,45	2,97	12 169,08	3,89	14 071,92	4,35	14 252,04	4,63	16 416,84	5,13	19 277,84	5,13	17 945,20	4,80
Исландия	н/д	н/д	4 664,42	53,74	6 222,84	69,62	8 948,36	100,50	13 265,93	134,50	16 244,42	156,75	18 183,88	170,16	22 768,89	201,37	10 569,70	90,68
Канада	378 256,00	43,33	350 055,35	38,47	343 250,96	36,60	458 582,31	46,34	561 144,17	53,45	670 007,76	59,24	763 080,34	63,40	946 709,00	74,57	660 157,38	47,15
Германия	96 401,70	4,53	85 573,50	3,87	90 820,80	3,99	117 932,22	5,00	138 453,44	5,61	135 700,00	5,24	169 758,60	6,28	205 749,04	7,27	194 404,00	6,65
Норвегия	10 012,39	6,18	8 164,29	4,88	10 338,62	6,15	13 270,76	7,59	17 905,76	9,23	18 441,39	8,43	22 403,37	9,22	28 698,35	11,40	23 196,98	8,33
Польша	2 290,56	0,57	4 762,88	1,14	7 960,05	1,80	11 621,72	2,54	19 841,86	3,99	25 592,00	4,86	39 646,90	7,01	55 814,17	9,10	46 298,32	6,88
Португалия	12 486,96	7,15	12 937,93	7,06	15 739,50	8,23	20 202,84	10,29	23 443,68	11,64	24 822,48	11,39	25 791,48	11,25	30 347,56	12,53	22 143,80	9,00
США	7 336 842,00	75,14	6 948 919,00	68,97	6 340 503,00	60,86	7 667 394,00	70,29	8 373 239,00	71,99	8 937 485,00	72,29	10 099 958,00	77,00	10 631 207,00	77,37	7 963 480,00	56,06
Венгрия	1 338,03	1,07	2 037,55	1,48	3 365,63	2,25	4 735,84	3,02	7 815,22	4,77	8 558,27	5,00	10 994,19	6,06	15 801,61	8,36	13 203,93	6,81
Украина	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	2,06	0,00	15,01	0,01	30,27	0,02	30,00	0,02
Финляндия	3 267,44	2,46	2 749,21	1,99	3 268,65	2,28	4 542,30	3,15	5 185,68	3,32	5 035,06	3,13	5 848,92	3,41	7 088,30	3,86	5 293,40	2,80
Россия	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	10 100,73	0,59	17 357,88	0,96	20 225,05	0,97	15 766,67	0,72

* Данные по Греции, Турции и Франции отсутствуют

¹⁶ International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. September 2004. – С. 200. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2004/02/pdf/statappx.pdf>.
 International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. April 2009. – С. 190. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/01/index.htm>.
 Organization of Economic Co-operation and Development (OECD) Gross domestic product. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MEL_FIN; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Institutional investors assets. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MEL_FIN; Организация комитетов по регулированию рынков финансовых институтов. Річні звіти. – <http://www.dfp.gov.ua/742.html>; The Central Bank of Iceland. The Exchange Rate Index. – <http://www.sedlabanki.is/default.aspx?PageID=183>; Magyar Nemzeti Bank. Quarterly Official Daily Exchange Rates. – <http://english.mnb.hu/engine.aspx?page=arfoayamlekerdezes>.

Таблица 3.11.

Отношение финансовых активов инвестиционных фондов к ВВП
(2000–2008 гг.)¹⁷

Страна	2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008	
	Активы (млн. дол.)	(% к ВВП)	Активы (млн. дол.)	(% к ВВП)	Активы (млн. дол.)	(% к ВВП)	Активы (млн. дол.)	(% к ВВП)	Активы (млн. дол.)	(% к ВВП)	Активы (млн. дол.)	(% к ВВП)	Активы (млн. дол.)	(% к ВВП)	Активы (млн. дол.)	(% к ВВП)	Активы (млн. дол.)	(% к ВВП)
Бельгия	73 092,52	25,90	72 069,53	24,65	78 000,30	25,21	101 331,72	32,40	123 517,92	38,21	122 845,08	36,58	152 070,60	42,92	169 046,10	44,98	120 664,60	32,25
Греция	31 779,52	15,83	26 768,53	12,26	29 122,80	12,27	39 890,34	16,03	44 744,00	16,73	32 850,02	11,87	31 367,16	10,54	31 563,74	9,92	12 518,80	3,80
Исландия	н/д	н/д	974,69	11,23	1 661,07	18,58	2 820,47	31,68	4 519,95	45,83	6 053,29	58,41	6 319,17	59,13	11 224,21	99,27	1 778,16	15,26
Канада	311 453,33	35,68	289 061,64	31,77	269 177,07	28,70	356 810,77	36,06	430 044,17	40,96	501 835,34	44,37	585 467,52	48,64	736 382,00	58,00	502 768,03	35,91
Германия	782 581,02	36,74	737 006,33	33,32	819 381,15	36,01	1 090 334,70	46,23	1 216 896,72	49,31	1 189 781,02	45,98	1 401 826,80	51,83	1 581 673,48	55,91	1 332 374,40	45,59
Норвегия	16 539,43	10,21	15 007,81	8,96	15 971,90	9,50	22 670,91	12,96	29 720,07	15,31	40 337,39	18,44	61 729,65	25,41	84 450,74	33,56	46 196,40	16,59
Польша	1 945,28	0,48	3 287,12	0,78	5 910,18	1,34	7 784,18	1,70	12 540,53	2,52	19 547,38	3,72	35 029,66	6,19	56 879,76	9,27	28 189,23	4,19
Португалия	19 116,78	10,95	18 657,96	10,18	22 233,75	11,62	30 116,52	15,34	33 927,92	16,85	33 743,28	15,48	38 863,44	16,95	40 034,66	16,53	21 910,00	8,91
США	6 452 647,00	66,08	6 598 483,00	65,49	6 115 058,00	58,70	7 026 909,00	64,42	7 789 309,00	66,97	8 627 924,00	69,78	10 097 484,00	76,98	11 785 973,00	85,77	9 928 194,00	69,90
Турция	1 311,94	0,22	2 395,86	0,43	4 839,76	0,85	8 641,84	1,47	13 497,01	1,96	14 817,78	1,90	12 637,32	1,43	18 793,16	1,96	11 051,11	1,06
Венгрия	2 017,15	1,61	2 568,63	1,87	4 244,66	2,84	4 371,90	2,79	5 761,31	3,51	8 518,86	4,98	12 783,02	7,04	19 318,42	10,22	12 564,50	6,48
Украина	н/д	н/д	59,39	0,16	55,65	0,13	50,99	0,10	68,16	0,10	88,88	0,10	272,64	0,26	731,63	0,51	681,20	0,55
Финляндия	14 105,64	10,63	14 796,25	10,71	19 106,85	13,33	31 473,54	21,81	45 698,72	29,27	54 907,76	34,16	83 985,00	48,95	102 109,48	55,64	62 655,60	33,12
Франция	443 827,58	28,95	467 897,03	28,70	592 338,60	34,62	752 194,80	44,23	879 775,84	49,77	788 040,58	42,16	987 346,00	50,34	1 083 366,72	52,07	1 071 324,80	50,65
Россия	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	8 107,17	0,48	15 905,81	0,88	31 782,38	1,52	21 972,79	1,00

¹⁷ International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. September 2004. – С. 200. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2004/02/pdf/statapp.pdf>.
 International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. April 2009. – С. 190. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/01/index.htm>.
 Organization of Economic Co-operation and Development (OECD) Gross domestic product. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MEL_FIN; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Institutional investors assets. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MEL_FIN; Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг. Річні звіти. – <http://www.dfp.gov.ua/742.html>; The Central Bank of Iceland. The Exchange Rate Index. – <http://www.sedlabanki.is/default.aspx?PageID=183>; Magyar Nemzeti Bank. Query Official Daily Exchange Rates. – <http://english.mnb.hu/engine.aspx?page=arfoayamlekerdezes>.

Таблица 3.12.

Отношение инвестиций инвестиционных фондов на рынке ценных бумаг к ВВП
(2000 – 2008 гг.)¹⁸

Страна	2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008	
	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)	Инвестиции (млн. дол.)	(% к ВВП)
Бельгия	55 145,10	19,54	53 138,34	18,18	52 550,40	16,99	68 055,12	21,76	85 131,92	26,33	86 980,16	25,90	113 025,00	31,90	135 523,04	36,06	93 409,40	24,97
Греция	17 781,04	8,86	15 046,34	6,89	15 294,30	6,44	21 407,40	8,60	25 977,36	9,71	26 362,38	9,52	24 173,16	8,12	26 447,90	8,31	8 240,40	2,50
Исландия	н/д	н/д	935,83	10,78	1 633,75	18,28	2 771,89	31,13	4 440,14	45,02	5 889,85	56,83	6 269,50	58,67	11 156,35	98,67	1 694,78	14,54
Канада	300 115,33	34,38	278 987,42	30,66	258 340,13	27,55	345 173,08	34,88	418 259,17	39,84	487 031,03	43,06	563 420,51	46,81	697 297,00	54,92	468 498,36	33,46
Германия	725 337,84	34,05	672 501,80	30,41	731 983,35	32,17	989 238,60	41,95	1 115 846,00	45,22	1 103 623,32	42,65	1 299 118,92	48,04	1 426 650,68	50,43	1 131 891,60	38,73
Норвегия	16 099,32	9,93	14 572,21	8,70	15 444,81	9,18	21 844,83	12,49	28 823,03	14,55	38 035,46	17,39	59 818,11	24,62	81 576,10	32,42	44 822,01	16,10
Польша	1 426,15	0,35	3 009,60	0,72	5 620,89	1,27	7 406,17	1,62	11 896,35	2,39	18 868,31	3,59	33 923,45	5,99	55 328,74	9,02	27 315,82	4,06
Португалия	16 553,40	9,48	15 740,54	8,59	18 674,25	9,76	25 559,10	13,02	28 852,40	14,33	29 017,38	13,32	34 620,96	15,10	34 673,54	14,32	18 656,40	7,58
США	5 902 511,00	60,45	5 920 151,00	58,76	5 415 705,00	51,99	6 427 182,00	58,92	7 170 461,00	61,65	7 853 208,00	63,52	9 228 127,00	70,36	10 566 220,00	76,89	8 679 480,00	61,10
Турция	1 280,60	0,22	2 162,76	0,39	4 456,63	0,78	8 380,85	1,43	12 992,54	1,89	14 586,67	1,87	12 432,39	1,41	18 136,75	1,89	10 665,12	1,02
Венгрия	1 981,52	1,58	2 234,82	1,62	3 235,91	2,17	3 446,90	2,20	3 938,00	2,40	5 573,74	3,26	7 495,99	4,13	12 019,65	6,36	6 913,79	3,56
Украина	н/д	н/д	38,01	0,10	35,61	0,08	32,63	0,07	43,62	0,07	50,56	0,06	193,90	0,18	596,57	0,42	605,93	0,49
Финляндия	13 149,66	9,91	13 982,79	10,12	17 772,30	12,40	29 662,92	20,56	43 102,48	27,61	52 703,52	32,79	80 426,28	46,88	97 038,90	52,88	58 200,80	30,76
Франция	397 871,92	25,96	406 147,05	24,92	525 963,90	30,74	674 638,02	39,67	770 450,88	43,59	698 095,08	37,34	892 285,68	45,49	947 113,68	45,52	892 627,40	42,20
Россия	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	5 188,84	0,31	10 180,21	0,57	20 341,70	0,97	14 063,26	0,64

¹⁸ International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. September 2004. – С. 200. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2004/02/pdf/statapr.pdf>
 International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. April 2009. – С. 190. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/01/index.htm>; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD) Gross domestic product. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MEL_FIN; Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Institutional investors assets. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=MEL_FIN; Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг. Річні звіти – <http://www.dfp.gov.ua/742.html>; The Central Bank of Iceland. The Exchange Rate Index. – <http://www.sedlabanki.is/default.aspx?PageID=183>; Magyar Nemzeti Bank. Query Official Daily Exchange Rates. – <http://english.mnb.hu/engine.aspx?page=arfoayamlekerdezese>.

Приложение к части 4

Таблица 4.2.

Крупнейшие фальсификации финансовой отчетности.

Компания	Год	Аудитор	Суть нарушений	Орган, проводивший расследование
Enron (США)	2001	Arthur Andersen LLP	Мошенничество с финансовой отчетностью, коррупция, махинации с «мёртвыми душами» и т.д.	Конгресс, КЦББ, ФБР, суды
General Motors (США)	2001	Deloitte & Touche	Мошенничество с финансовой отчетностью (завышение прибыли)	КЦББ, суды ¹⁹
WorldCom (США)	2001	Arthur Andersen LLP	Мошенничество с финансовой отчетностью	КЦББ, суды
Global Crossing (США)	2002	Arthur Andersen LLP	Мошенничество с финансовой отчетностью	Конгрес, КЦББ, ФБР, суды
Vivendi Universal (Франция)	2002	Ernst & Young International (Barbier) RSM Salustro Reydel Pw Audit	Приписки в резервах, неполное раскрытие информации	Прокуратура Франции, суды, АМФ, КЦББ (штраф)
Royal Ahold NV (Нидерланды)	2003	Deloitte & Touche	Мошенничество с финансовой отчетностью	Прокуратура Нидерландов, КЦББ, суды
HealthSouth (США)	2003	Ernst & Young KPMG	Мошенничество с финансовой отчетностью	Сенат, КЦББ, суды
Parmalat S.p.A. (Италия)	2003	Deloitte Touche Tohmatsu Grant Thornton International	Мошенничество с финансовой отчетностью	Прокуратура Италии, CONSOB, суды, КЦББ (обвинения)
Royal Dutch/Shell (США)	2004	PricewaterhouseCoopers International KPMG International	Приписки в резервах	суды, КЦББ (штраф)
Phoenix Kapitaldienst Gmb (Германия)	2005	Brokerhaus Man Financial	Манипуляции с финансовой отчетностью	BaFin, Прокуратура Германии

¹⁹ Securities and Exchange Commission (SEC). SEC Charges General Motors With Disclosure and Other Violations Related to Its Pension Plans and Its Accounting for Derivatives and Other Contracts. – <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2009/lr20861.htm>.

American International Group Inc. (США)	2006	PricewaterhouseCoopers LLP	Мошенничество с финансовой отчетностью	КЦББ, суды (штраф) ²⁰
General Motors (США)	2009	Deloitte & Touche	Нарушения порядка раскрытия информации в сфере операций с деривативами, пенсионных начислений, выплат по пенсионным планам	КЦББ (штраф) ²¹

²⁰ AIG falsified the financial statement. – <http://forexblogviews.blogspot.com/2008/06/aig-falsified-financial-statement.html>.

²¹ Securities and Exchange Commission (SEC). SEC Charges General Motors With Disclosure and Other Violations Related to Its Pension Plans and Its Accounting for Derivatives and Other Contracts. – <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2009/lr20861.htm>.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ И ЛИТЕРАТУРЫ

1. Асписов А.А. Раскрытие информации эмитентами на рынке ценных бумаг / А.А. Асписов, Д.А. Глазунов, Л.В. Горбатова // Эффективный рынок капитала: экономический либерализм и государственное регулирование / Под общ. ред. И.В. Костикова. В 2 т. Т. 2. – М.: Наука, 2004. – С. 9-18.
2. Банковая энциклопедия. В 2 т. Т. 2. Биржа. История и современная организация фондовых бирж на Западе и в России / Под ред. Л.Н. Яснопольского. – К.: Изд-во Банковой энциклопедии, 1917. – 434 с.
3. Барановський О.І. Фінансові кризи: передумови, наслідки і шляхи запобігання / О.І. Барановський. – К.: КНЕУ, 2009. – 754 с.
4. Белл Д. Грядущее постиндустриальное общество. Опыт социального прогнозирования / Д. Белл. – М.: Academia, 2004. – 788 с.
5. Блауг М. 100 великих экономистов до Кейнса / М. Блауг. – М.: Омега-М, 2005. – 352 с.
6. Буклемишев О.В. Рынок еврооблигаций / О.В. Буклемишев. – М.: Дело, 1999. – 232 с.
7. Бутинець Ф.Ф. Проблеми науки бухгалтерського обліку: реалії / Ф.Ф. Бутинець – Житомир: ПП «Рута», 2005. – 324 с.
8. Бэр Х.П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков / Х.П. Бэр – М.: Волтерс Клувер, 2006. – 624 с.
9. Гиндин И.Ф. Русские коммерческие банки. Из истории финансового капитала в России / И.Ф. Гиндин. – М.: Госфиниздат, 1948. – 466 с.
10. Гиндин И.Ф. Государственный банк и экономическая политика царского правительства (1861-1892 годы) / И.Ф. Гиндин. – М.: Госфиниздат, 1960. – 415 с.
11. Гринспен А. Эпоха потрясений: проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. – 2-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – 520 с.
12. Дворецкая А.Е. Эффективный рынок капиталов и экономический рост / А.Е. Дворецкая // Финансы. – 2007. – № 3. – С. 56-59. – <http://law.edu.ru/article/article.asp?articleID=1261300>.
13. Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг. Річні звіти. – <http://www.dfp.gov.ua/742.html>.
14. Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг. Звіт про роботу державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України за 2007 рік. – http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/zvit_dfp_2007.pdf.

- 15.Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Річний звіт за 2003 рік. – <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=364>.
- 16.Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Річний звіт за 2005 рік. – <http://www.ssmc.gov.ua/UserFiles/File/part2.pdf>.
- 17.Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Річний звіт за 2008 рік. – <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>.
- 18.Доклад о развитии страхового рынка России в 2006-2007 гг. – http://www.fssn.ru/www/site.nsf/web/doc_30072008134625.html.
- 19.Доклад о развитии человека. 2007/2008. ; пер. с англ. – М.: Весь мир, 2007. – 399 с. – <http://hdr.undp.org/en/reports/global/hdr2007-2008/chapters/russian/>.
- 20.Иноземцев В.Л. Постиндустриализм по обе стороны Атлантики: сходство и различия / В.Л. Иноземцев // Социально-экономические модели в современном мире и путь России: В 2-х кн. Кн. 2 : Социально-экономические модели (из мирового опыта) / Междунар. ассоциация акад. наук, РАН; Под ред. К.И. Микульского. – М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2005. – С. 3-50.
- 21.Иноземцев В.Л. Персональный сайт. – www.inozemtsev.net.
- 22.История создания Агентства Республики Казахстан по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций. – <http://www.afn.kz>.
- 23.Каминка А.И. Акционерные компании. Юридическое исследование / А.И. Каминка. В 2 т. Т. 1. – СПб., 1902. – 512 с.
- 24.Капра Ф. Скрытые связи / Ф. Капра. – М.: ИД «София», 2004. – 336 с.
- 25.Кочетков Г.Б. Корпорация – американская модель / Г.Б. Кочетков, В.Б. Супян. – СПб.: Питер, 2005. – 320 с.
- 26.Кравець В.М., Кравець О.В. Західноєвропейський банківський бізнес: становлення і сучасність / В. М. Кравець О. В. Кравець. – К.: Знання-прес, 2003. – 470 с.
- 27.Кулишер И. М. История биржи / И. М. Кулишер // Банковая энциклопедия в 2 т.: Т.2. Биржа. – К.: Издательство банковской энциклопедии, 1917. – С. 40-75.
- 28.Кулишер И. М. История экономического быта Западной Европы / И.М. Кулишер. 9-е изд. Т. 1-2. – Челябинск: Социум, 2004. – 1030 с.
- 29.Лига страховых организаций Украины. Страхование жизни. – http://www.uainsur.com/ua/insurance_market_analysis/lifeins.
- 30.Лизунов П.В. Санкт-Петербургская биржа и российский рынок ценных бумаг (1703-1917 гг.) / П.В. Лизунов. – СПб.: Изд-во «Русско-Балтийский информационный центр «Блиц»», 2004. – 576 с.
- 31.Линдси Б. Глобализация: повторение пройденного. Неопределенное будущее глобального капитализма / Б. Линдси. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 416 с.

32.Луцишин З.О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації / З.О. Луцишин. – К.: Вид. центр «Друк», 2002. – 320 с.

33.Лютый І.О. Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку : монографія / І.О. Лютый, Т.В. Грищенко, О.В. Любкіна та ін. – К.: Центр учбової літератури, 2008. – 432 с.

34.Международный валютный фонд (МВФ). Перспективы развития региональной экономики: Европа. Укрепление финансовых систем. Ноябрь 2007. – 77 р. – <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/reo/eur/2007/creo1107r.pdf>.

35.Мертон Р. Приложение теории оценки опционов: двадцать лет спустя / Р. Мертон // Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. В 5 т / Сопред. научно-ред. совета Г.Г. Фетисов, А.Г. Худокормов. Т. V. В 2 кн. Всемирное признание: лекции нобелевских лауреатов / Отв. ред. Г.Г. Фетисов. Кн. 2. – М.: Мысль, 2005. – С. 206-251.

36.Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / Я.М. Миркин. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 624 с.

37.Миркин Я.М. Российский рынок ценных бумаг: риски, рост, значимость. – http://www.mirkin.ru/_docs/_statyi/rcb15.pdf.

38.Михов Д.В. Инвестиционная привлекательность рынка облигаций Украины / Д.В. Михов // Облигационный Конгресс стран СНГ. – Баку, 2007. – С. 10. – <http://data.cbonds.info/bondcongress/cis-2007/pres/Mikhov.rar>.

39.Міністерство економіки України. Таблиця основних показників економічного розвитку України. – http://me.kmu.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=78203&cat_id=78198.

40.ММВБ. Оборот торгов на рынках Группы ММВБ за 1992-2008 гг. – <http://www.micex.ru/group/profile/statistic>.

41.Мозговий О. Цінні папери: історія та сучасність: історико-економічний нарис / О. Мозговий, А. Головка, О. Науменко та ін. – О.: КП ОМД, 2003. – 192 с.

42.Моисеев С. Регулирование деятельности рейтинговых агентств / С. Моисеев // Вопросы экономики. – 2009. – № 2. – С. 39-50. – http://www.mifp.ru/general/upload/content_list/cei/moiseev2-09.pdf.

43.Мошенский С.З. Эволюция векселя / С.З. Мошенский. – К.-Ровно: Планета-друк, 2005. – 446 с. – <http://users.iptelecom.net.ua/~msz/>.

44.Національний банк України. Середній курс гривні (до 1996 року українського карбованця) до іноземних валют – http://bank.gov.ua/STATIST/Stat_data/Exchange_r.xls.

45.Національний банк України. Статистика. Грошова маса. – <http://www.bank.gov.ua/Statist/Money/mon.htm>.

- 46.Парк Й.С. Новый строй в Азии: экономическое партнерство и создание азиатского рынка облигаций / Й.С. Парк // Депозитарium. – 2006. – № 9 (43). – С. 11-13. – http://www.ndc.ru/common/img/uploaded/files/depo/43/11-13_korea.pdf.
- 47.Петерс Э. Хаос и порядок на рынках капитала. Новый аналитический взгляд на циклы, цены и изменчивость рынка; пер. с англ. – М.: Мир, 2000. – 333 с.
- 48.Петрук О.М. Природа та функції венчурного капіталу. Теорія та практика венчурного фінансування: монографія / О.М. Петрук, С.З. Мошенський. – Житомир : ЖДТУ, ПП «Рута», 2008. – 248 с.
- 49.Рейтинговое агентство «Эксперт РА». Рынок долгового капитала: российский опыт облигационных займов. – 31 с. – <http://www.raexpert.ru/researches/bonds/bonds.pdf>.
- 50.Рейтинговое агентство «Эксперт РА». Рынок корпоративных облигаций в России. Ч. 2. Практика национальных рейтинговых оценок. – С. 13-18. – <http://www.raexpert.ru/researches/bonds/bonds.pdf>.
- 51.Рубцов Б.Б. Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики / Б.Б. Рубцов. – http://www.mirkin.ru/_docs/Rub_evolfin.pdf.
- 52.Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки / Б.Б. Рубцов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 926 с.
- 53.Saga o Lehman Brothers и Merrill Lynch. – http://analytics.marketzz.com/Saga_o_Lehman_Brothers_i_Merrill_Lynch.html.
- 54.Сведения о формировании негосударственными пенсионными фондами средств пенсионных резервов и о выплатах за счет средств пенсионных резервов за 2007 год. – http://www.ffms.ru/catalog.asp?ob_no=101233.
- 55.Смоленчук Ф. Российская секьюритизация в условиях ипотечного кризиса в США / Ф. Смоленчук // Исследования ИАУ ММВБ. – 2007. – № 1. – 3 с. – http://www.micex.ru/file/publ/28484/comments_3687.pdf.
- 56.Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности / Дж. Сорос. – М.: Инфра-М., 1999. – 262 с.
- 57.Сорос Дж. О глобализации / Дж. Сорос. – М.: Эксмо, 2004. – 224 с.
- 58.Сорос Дж. Новая парадигма финансовых рынков / Дж. Сорос. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2008. – 192 с.
- 59.Тарасов И.Т. Учение об акционерных компаниях / И.Т. Тарасов. – К.: Университетская типография, 1878 (репринт – М.: Статут, 2000). – 666 с.
- 60.Тарасова О. О предпосылках создания органа интегрированного финансового надзора в Беларуси / О. Тарасова // Банкаўскі веснік. – 2008. – № 1. – С. 30-38.

- 61.Тобин Дж. Вызовы и возможности / Дж. Тобин. – <http://bunich.ru/privatization/content.php?id=1&gid=5>.
- 62.ТОП рейтинг страховщиков жизни. – http://insurancetop.com/top/uallife/2006/Life_Premii_9_2006; <http://insurancetop.com/top/uanonlife/2006/12/active>.
- 63.Тормозова Т.В. Фрагментарность рынка ценных бумаг / Т.В. Тормозова // Вестник Финансовой академии. – 2003. – № 3 – С. 12-13. – www.mirkin.ru/_docs/articles03_122.pdf.
- 64.Трахтенберг И.А. Денежное обращение и кредит при капитализме / И.А. Трахтенберг. – М.: Изд-во АН СССР, 1962. – 779 с.
- 65.Українська асоціація інвестиційного бізнесу. Аналітичний огляд ринку спільного інвестування у 2007 році. – 12 с. – http://www.uaib.com.ua/files/articles/418/32_4.pdf.
- 66.Українська асоціація інвестиційного бізнесу. Аналітичний огляд ринку спільного інвестування у 4 кварталі 2008 року. – http://www.uaib.com.ua/analituaib/analytics/kvartal_anal.html.
- 67.Федеральная служба государственной статистики Российской федерации. Основные показатели системы национальных счетов. Номинальный объем использованного ВВП в текущих ценах, млрд. руб. – http://www.gks.ru/bgd/free/b01_19/IssWWW.exe/Stg/d000/i000170r.htm.
- 68.Федеральная служба страхового надзора. Доклад о развитии страхового рынка России в 2006-2007 гг. – http://www.fssn.ru/www/site.nsf/web/doc_30072008134625.html.
- 69.Фельдман А.Б. Производные финансовые и товарные инструменты / А.Б. Фельдман. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 304 с.
- 70.Финансирование роста: выбор методов в изменчивом мире / [Пер. с англ.]. – М.: Весь Мир, 2002. – 256 с.
- 71.Центр исследования постиндустриального общества. – www.postindustrial.net.
- 72.Центральный банк Российской федерации. Денежная масса М2 (национальное определение) (млрд. руб.). – http://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/MS.asp?Year=2007.
- 73.Ческндов Б.М. Развитие банковских операций с ценными бумагами / Б.М. Ческидов. – М.: Финансы и статистика, 1997. – 324 с.
- 74.Шоулс М. Деривативы в динамической окружающей среде / М. Шоулс // Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. В 5 т / Сопред. научно-ред. совета Г.Г. Фетисов, А.Г. Худокормов. Т. V. В 2 кн. Всемирное признание : лекции нобелевских лауреатов / Отв. ред. Г.Г. Фетисов. Кн. 2. – М.: Мысль, 2005. – С. 168-205.

- 75.Шумпетер Й.А. Теория экономического развития. Капитализм, социализм и демократия / Й.А. Шумпетер. – М.: Эксмо, 2007. – 864 с.
- 76.Экономика США / [Под ред. В.Б. Суяна]. – СПб.: Питер, 2003. – 656 с.
- 77.Экономическая история России (с древнейших времен до 1917 г.): Энциклопедия: В 2 т. Т. 1. – М.: Российская политическая энциклопедия, 2008. – 1470 с.
- 78.Энг М.В. Мировые финансы / М.В. Энг, Ф.А. Лис, Л.Дж. Мауер. – М.: ДеКА, 1998. – 768 с.
- 79.\$6,7 млн на инсайте заработали аналитики Goldman Sachs. – <http://www.vedomosti.ru/newspaper/article/2006/04/14/105336>.
- 80.About R&I. Corporate History. – <http://www.r-i.co.jp/eng/company/history.html>.
- 81.Aggarwal R. Do U.S. Firms Have the Best Corporate Governance? A Cross-Country Examination of the Relation between Corporate Governance and Shareholder Wealth / R. Aggarwal, I. Erel, R. Stulz. – Ohio State University. Dec. 2006. – <http://www.cob.ohio-state.edu/fin/dice/papers/2006/2006-25.pdf>.
- 82.Agtmael A., van. Emerging Securities Markets. – L.: Euromoney, 1984. – 354 p.
- 83.Agtmael A., van. The Emerging Markets Century : How a New Breed of World-Class Companies Is Overtaking the World. – N. Y.: Free Press, 2007. – 384 p.
- 84.AIG falsified the financial statement. – <http://forexblogviews.blogspot.com/2008/06/aig-falsified-financial-statement.html>.
- 85.Amihud Y. A New Approach to the Regulation of Trading Across Securities Markets / Y. Amihud, H. Mendelson // N.Y.U. L. Revue. – 1996. – Vol. 71. – P. 1411-1433.
- 86.Anand B. Investment Banking and Security Market Development: Does Finance Follow Industry / B. Anand, A. Galetovic // IMF Working paper WP/01/90. – 2000. – 26 p. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp0190/pdf>.
- 87.AsiaClear. – <http://www.asiaclear.com.sg/>.
- 88.AsiaSettle. – <http://asiasettle.net/>.
- 89.Association of Credit Rating Agencies in Asia. – <http://www.acraa.com>.
- 90.Association Française de Gestion Financière. Statistiques trimestrielles (Europe). – <http://www.afg.asso.fr/upload/22/Fichier13.xls>.
- 91.Atje R. Stock Markets and Development / R. Atje, B. Jovanovic // European Economic Review. – 1993. – №37 (2–3). – P. 632-640.
- 92.Australian Prudential Regulation Authority. – www.apra.gov.au.
- 93.Australian Securities and Investment Commission. – <http://www.asic.gov.au>.
- 94.Bachelier L. Theorie de le speculation / L. Bachelier // Annales de l'Ecole Normale Superiuer. – 1900. – V. 17. – P. 21-86.

95. Balzli B. The Power of Rating Agencies / B. Balzli, F. Hornig. – P. 3. – <http://www.rapidratings.com/request.php?61>.

96. Banca Națională a României. Buletine lunare. Secțiune statistică. – <http://www.bnr.ro>.

97. Barro R. Inflation and Economic Growth / R. Barro // Bank of England Quarterly Bulletin. – 1995. – P. 166-176.

98. Baskin J.B. A History of Corporate Finance / J.B. Baskin, P.J. Miranti. – Cambridge : Cambridge University Press, 1997. – 350 p.

99. Beawer W. The Nature of Mandated Disclosure / W. Beawer // Report of the Advisory Committee on Corporate Disclosure to the SEC 95 Congr. – 1 session. – P. 618-656.

100. Beck T. Finance and the Sources of Growth / T. Beck, R. Levine, N. Loayza // World Bank WP 2057. – 1999. – www.worldbank.org/html/dec/Publications/Workpapers/wps2000series/wps2057/wps2057.pdf.

101. Beck T. Financial Structures and Economic Development. Firm, Industry and Country Evidence / T. Beck, A. Demirguc-Kunt, R. Levine. – World Bank, 2000. – 66 p. – http://econ.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64165259&piPK=64165421&theSitePK=469372&menuPK=64216926&entityID=000094946_00090905311346.

102. Beck T. New Firm Formation and Industry Growth. Does Having a Market- or Bank-Based System Matter? / T. Beck, R. Levine. – <http://ideas.repec.org/p/wdi/papers/2002-442.html>.

103. Bennet P. Market structure, fragmentation and market quality / P. Bennet, L. Wei // Journal of Financial Markets. – 2006. – №9 (1). – P. 49-78. – <http://www.nyse.com/pdfs/marketequalitystudy03.pdf>.

104. Benson G.J. Required Disclosure and the Stock Market. An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934 / G.J. Benson // American Economic Review. – 1973. – Vol. 42. – P. 217-231.

105. Beny L. N. U.S. secondary stock markets: a survey of current regulatory and structural issues and a reform proposal to enhance competition / L. Beny. – Harvard Law School. – 2001. – Discussion Paper No. 331. – http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/corporate_governance/papers/No331.01.Beny.pdf.

106. Berglof E. The Great Divide and Beyond : Financial Architecture in Transition / E. Berglof, P. Bolton // William Davidson Working Paper – № 414. – December 2001. – 55 p. – <http://www.wdi.umich.edu/files/Publications/WorkingPapers/wp414.pdf>.

107. Bernanke B. The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit / B. Bernanke // Remarks at the Sandridge Lecture – Richmond (Virginia) :

Virginia Association of Economics, 2005. – <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102>.

108. Bernanke B. Financial Regulation and Supervision after the Crisis. The Role of the Federal Reserve / B. Bernanke ; at the Federal Reserve Bank of Boston 54th Economic Conference). – Chatham, Massachusetts, 2009. – [October 23]. – <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20091023a.htm>.

109. BIS Quarterly Review. – 1998. – November. – http://www.bis.org/publ/r_qa9811.pdf.

110. BIS Quarterly Review. – 2000. – November. – http://www.bis.org/publ/r_qa0011.pdf.

111. BIS Quarterly Review. – 2002. – December. – http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0212.htm.

112. BIS Quarterly Review. – 2004. – December. – http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0412.pdf.

113. BIS Quarterly Review. – 2006. – December. – http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0612.pdf.

114. BIS Quarterly Review. – 2009. – June. – http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa0906.pdf.

115. Bhidé A. The Hidden Costs of Stock Market Liquidity / A. Bhidé // Journal of Financial Economics. – 1993. – Vol. 34 (1). – P. 31-51.

116. Blanchard O. The Tasks Ahead / O. Blanchard. – <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08262.pdf>.

117. Board J. Transparency and Fragmentation. Financial market regulation in a dynamic environment / J. Board, Ch. Sutcliffe, St. Wells. – http://www.amazon.com/Transparency-Fragmentation-Financial-Regulation-Environment/dp/0333986342/ref=sr_1_2/104-3222233-3244714?ie=UTF8&s=books&qid=1175004852&sr=1-2.

118. Bonin J. Dealing with Financial Fragility in Transition Economies / J. Bonin, P. Wachtel. – Nov. 2004. – http://papers.ssrn.com/sol3/papers/SSRN_ID621681_code394079.pdf.

119. Boyd J. The Evolution of Debt and Equity Markets in Economic Development / J. Boyd, B.D. Smith // Economic Theory. – 1998. – № 12 (3) – P. 519-560. – <http://ideas.repec.org/a/spr/joeeth/v12y1998i3p519-560.html>.

120. Bullard J. The Long-Run Relationship Between Inflation and Output in Postwar Economies / J. Bullard, J. Keating // Journal of Monetary Economics. – 1995. – Vol. 36. – P. 477-496.

121. Capra F. The Hidden Connections. A Science for Sustainable Living / F. Capra. – N.Y.: Anchor, 2004. – 320 p.

122. Casey J.P. Europe's hidden capital markets / J.P. Casey, K. Lannoo. – 144 p. – http://shop.ceps.eu/BookDetail.php?item_id=1275.

123. Castells M. Information Technology and Global Capitalism / M. Castells // Global capitalism [Ed. W. Hutton, A. Giddens]. – N. Y.: The New Press, 2000. – P. 52-74.
124. Castells M. The Internet galaxy : reflections on the Internet, business, and society / M. Castells. – Oxford : Oxford University Press, 2001. – 292 p.
125. České národní banka. Publikace měnové statistiky. – http://www.cnb.cz/cs/statistika/menova_bankovni_stat/menova_stat_publ/index.html.
126. Cevlovsky I. Le contrôle légal des comptes dans l'Union européenne : Evolution et mutation suite aux affaires Enron, Parmalat et Ahold / I. Cevlovsky. – <http://www.robert-schuman.org/supplement/sup219.htm>.
127. Cihak M. Is One Watchdog Better Than Three : International Experience with Integrated Financial Sector Supervision / M. Cihak, R. Podpiera // IMF Working paper. – 2006. – № 57. – 32 p. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp0657.pdf>.
128. Clearstream Banking. – <http://www.clearstream.com/>.
129. Coffee J.C. Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System / J.C. Coffee // Virginia Law review. – 1984. – P. 719-754.
130. Cole R.A. Bank and Nonbank Competition for Small Business Credit. Evidence from the 1987 and 1993 National Surveys of Small Business Finances / R.A. Cole, J.D. Wolken, R.L. Woodburn // Federal Reserve Bulletin. – 1996. – November. – <http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/1996/1196lead.pdf>.
131. Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors Reports on Financial Conditions and Stability, Statistical Annex 2006. – [http://www.ceiops.eu/media/docman/public_files/publications/reports/Statistical Annex2006.pdf](http://www.ceiops.eu/media/docman/public_files/publications/reports/StatisticalAnnex2006.pdf).
132. Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors. Spring 2007 Report on Financial Conditions and Financial Stability in the European Insurance and Occupational Pension Fund Sector. – <http://www.ceiops.eu/media/files/publications/reports/CEIOPS-DOC-12-07.pdf>.
133. Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors, Spring 2008. Report on Financial Conditions and Financial Stability in the European Insurance and Occupational Pension Fund sectors. – http://www.ceiops.eu/media/docman/public_files/publications/reports/CEIOPS-FS-10-08.pdf.
134. Corporate responsibility. – <http://www.whitehouse.gov/infocus/corporateresponsibility/>.
135. Corporations Fight to Avoid Accountability. – <http://www.corpwatch.org/article.php?id=11427>.
136. Credit Rating Agency Reform Act of 2006. – <http://www.theorator.com/bills109/s3850.html>.

137. Cross-border clearing and settlement arrangement in the European Union. – Giovannini Group. – 2001. – November. – http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/giovannini/clearing1101_en.pdf.
138. Cross-border securities settlement. Report prepared by the Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) of the central banks of the Group of Ten countries. Bank for International Settlement (BIS). – 1995. – March. – <http://www.bis.org/publ/cpss12.pdf>.
139. Cunningham L. From Random Walks to Chaotic Crashes: The Linear Genealogy of the Efficient Market Hypothesis / L. Cunningham // Wash. L. Rev. – 1994. – № 1133. – <http://www.e-m-h.org/Cunn00.pdf>.
140. Demirgüç-Kunt A. Funding growth systems in bank-based and market-based financial systems: evidence from firm-level data / A. Demirgüç-Kunt, V. Maksimovic // Journal of Financial Economics. – 2002. – 65 (3). – P. 337-363. – http://econ.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64165259&piPK=64165421&theSitePK=469372&menuPK=64216926&entityID=000094946_00091305311184.
141. Demirgüç-Kunt A. Stock Market Development and Financial Intermediaries. Stylized Facts / A. Demirgüç-Kunt, R. Levine // World Bank. – 1995. – 64 p. – http://econ.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64165259&theSitePK=469372&piPK=64165421&menuPK=64166093&entityID=000009265_3961019111757.
142. Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act. – <http://www.fdic.gov/regulations/laws/rules/8000-2200.html>.
143. Der Grosse Brockhaus. 12 banden (16 Auflage). Band 4. – Weisbaden : F.A. Brockhaus Verlag, 1954. – 937 s.
144. Der Grosse Brockhaus. 12 banden (16 Auflage). Band 6. – Weisbaden : F.A. Brockhaus Verlag, 1955. – 893 s.
145. Di Giorgio G. Financial Market Regulation : The Case of Italy and a Proposal for the Euro Area / G. Di Giorgio, C. Di Noia, L. Piatti. – The Wharton School. University of Pennsylvania. – <http://ideas.repec.org/p/wop/pennin/00-24.html>.
146. Directive 93/22/CEE du Conseil, du 10 mai 1993, concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières. – <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31993L0022:FR:HTML>.
147. Djankov S. Ownership Structure and Enterprise Restructuring in Six Newly Independent States / S. Djankov. – Washington : World Bank, Policy Research Working paper 2047, 1999. – 24 p.
148. Dobrinsky R. Domestic savings and the driving forces of investment in the ECE emerging market economies / R. Dobrinsky // United Nations Economic

Commission for Europe. Discussion Paper Series. – 2005. – No. 2. – September. – 21 p. – http://www.unece.org/oes/disc_papers/ECE_DP_2005-2.pdf.

149. Downing N.W. Transatlantic Paper and the Emergence of the American Capital Market / N.W. Downing // The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets / Ed. by W.N. Goetzmann, K.G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 271-298.

150. Drittes Finanzmarktförderungsgesetz vom 24 März 1998 (BGBI. I, 529) – <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/finanzmarktförderungsgesetze.html>.

151. Du financement intermédiaire au financement de marché. – http://www.lyc-arsonval-brive.ac-limoges.fr/secosoc/article.php3?id_article=14.

152. Economides N. Network economics with appliance to finance / N. Economides // Financial markets, institutions and instruments. – 1993. – Vol. 2. – № 5. – P. 89-97. – www.stern.nyu.edu/networks/fmii93.pdf.

153. Edwards F. The Decline of Traditional Banking. Implications for Financial Stability and Regulatory Policy / F. Edwards, F. Mishkin // Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review. – 1995. – Vol. 1. № 2. – P. 27-45.

154. Eight Council Directive 84/253/EEC. – http://www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/materialdateien/010_europaeische_gesetze/eu_richtlinien/ril_1984_253_ewg_8gesr_prueferbefaehigung_en/.

155. Eiteman D.K. Multinational Business Finance / D.K. Eiteman, A.I. Stonehill, M.H. Moffett. – 10th ed. – Ch. 1. Financial Goals and Corporate Governance. – N.Y.: Addison Wesley, 2006. – <http://keep2.sjfc.edu/faculty/mlakehal-ayat/globus/PPTCh01.ppt>.

156. Elkhoury M. Credit Rating Agencies And Their Potential Impact On Developing Countries / M. Elkhoury. – UNCTAD Discussion Papers № 186. – 33 p. – http://www.unctad.org/en/docs/osgdp20081_en.pdf.

157. Emerging Markets Heading for Banner Year in 2006. – World Bank, Press Communication 2006/236/IFC. – <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/BANCOMUNDIAL/NEWSSPANHISH/0,,contentMDK:20787581~menuPK:64615830~pagePK:166745~piPK:459740~theSitePK:1074568,00.html>.

158. Engelen K. Das empire Strikes Back / K. Engelen. – P. 3. – http://www.international-economy.com/TIE_W04_Ratings.pdf.

159. Euroclear portal. The world's largest settlement system for securities transactions, covering both bonds and equities. – <http://www.euroclear.com/>.

160. European Central Bank. Historical monetary statistics. – http://stats.ecb.europa.eu/stats/download/bsi_ma_historical/bsi_ma_historical.zip.

161. European Central Bank, Euro area 13 (fixed composition). – Gross domestic product at market price – Current prices – ECU/euro – Seasonally and partly working day adjusted, mixed method of adjustment. –

http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.I3.S.0000.B1QG00.1000.TTTT.V.U.A&periodSortOrder=ASC.

162. European Central Securities Depositories Association. – http://www.ecsda.com/portal/what_is_ecsda_/.

163. European Directive on Markets in Financial Instruments 2004/39/EC. – MiFiD. – 44 p. – http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/oj/2004/l_145/l_14520040430en00010044.pdf.

164. European Rating Agency. Methodology. – <http://www.euroratings.co.uk/index.php?section=pn>.

165. Executive Order Establishment of the Corporate Fraud Task Force. – <http://www.whitehouse.gov/news/releases/2002/07/20020709-2.html>.

166. Fabozzi F. The handbook of fixed income securities / F. Fabozzi. – N.Y.: McGraw-Hill, 2005. – 1339 p.

167. Federal Reserve System (FRS) of USA. Flow of Funds Accounts of the United States (1975-2004). – <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/annuals/a1975-1984.pdf>; <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/annuals/a1985-1994.pdf>; <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/annuals/a1995-2004.pdf>.

168. Federal Reserve System (FRS) of USA. Flow of Funds Accounts of the United States(2005-2007). – <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/annuals/a2005-2007.pdf>.

169. Federation of European Securities Exchanges. European Exchange Report 2006. – http://www.fese.eu/_lib/files/RA_FESE_European_Exchange_report_31Jan08.pdf.

170. Federation of European Securities Exchanges. European Securities Exchange Statistics. Table 5 : Top 5 Most Traded Shares. March 2008. – <http://www.fese.be/en/?inc=art&id=3>.

171. Ferguson N. The First “Eurobonds”. The Rothschild and the Financing of the Holy Alliance / N. Ferguson // The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets / Ed. by W.N. Goetzmann, K.G. Rouwenhorst. – Oxford : Oxford University Press, 2005. – P. 313-326.

172. Ferguson N. The Ascent of Money. A Financial History of the World / N. Ferguson. – N.Y.: The Penguin Press, 2008. – 441 p.

173. Fisher S. The Role of Macroeconomic Factors in Growth / S. Fisher // Journal of Monetary Economics. – 1993. – Vol. 32. – P. 485-512.

174. Fisher S. The Transition Economies After Ten Years / S. Fisher, R. Sahay // NBER Working Paper 7664. – 2000. – <http://www.nber.org/papers/w7664.pdf>.

175. Flow of Funds Accounts of the United States. Flows and Outstandings. Second Quarter 2009. – <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/z1.pdf>.

176. Fourth Council Directive 78/660/EEC. – <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31978L0660:EN:NOT>.

177. Friedman T. Foreign Affairs. Don't Mess With Moody's / T. Friedman // The New York Times. – February 22. – 1995. – <http://query.nytimes.com/gst/fullpage.html?res=990CE5D7163DF931A15751C0A963958260>.

178. Frydman R. Private Ownership and Corporate Performance. Some Lessons from Transition Economies / R. Frydman, C. Gray, M. Hessel. – N.Y.: New York University Working Paper 9827. – N.Y.: New York University, 1997. – <http://www.worldbank.org/html/dec/Publications/Workpapers/WPS1800series/wps1830/wps1830.pdf>.

179. FTSE index company. – <http://www.ftse.com>.

180. Galbraith J. A Short History of Financial Euphoria / J. Galbraith. – N.Y.: Whittle – Penguin Books, 1994. – 113 p.

181. Genworth Financial. – http://www.gemieurope.com/Publications/se/Nordic_Bulletin_Q306.pdf.

182. Gelb A. Financial policies, growth, and efficiency / A. Gelb // World Bank. Policy, Planning and Research Department working papers. No. WPS 202. – 39 p. – http://econ.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64165259&theSitePK=469372&piPK=64165421&menuPK=64166322&entityID=000009265_3960928003618.

183. Gelderblom O. Amsterdam as the Cradle of Modern Futures Trading and Options Trading / O. Gelderblom, J. Jonker // The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets / Ed. by W.N. Goetzmann, K.G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 189-206.

184. Gelderblom O. With a view to hold : The emergence of institutional investors on the Amsterdam securities market during the seventeenth and eighteenth centuries / O. Gelderblom, J. Jonker // The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present / Ed. by J. Attack, L. Neal. – Cambridge : Cambridge University Press, 2009. – P. 71-98.

185. Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich. – 1998. – <http://www.bgbportal.de/BGBL/bgb11f/b198024f.pdf>.

186. Gesetz zur Verbesserung der Rahmenbedingungen der Finanzmärkte (Finanzmarktfor-derungsgesetz) vom 22 Februar 1990 (BGB1. I, 266). – <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/finanzmarktfoerderungsgesetze.html>.

187. Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanz-platzes Deutschland (Viertes Finanzmarktfor-derungsgesetz) vom 21 Juni 2002 (BGB1. I, 2010). – <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/finanzmarktfoerderungsgesetze.html>.

188. Giddens A. In Conversation / A. Giddens, W. Hutton // Global capitalism / [Ed. W. Hutton, A. Giddens]. – N.Y.: The New Press, 2000. – P. 1-51.

189. Glass-Steagall Act. – http://en.wikipedia.org/wiki/Glass-Steagall_Act.

190. Godoy S. Growth, initial conditions, law and speed of privatization in transition countries: 11 years later / S. Godoy, J.E. Stiglitz // NBER Working Paper 11992. – 2006. – Jan. – <http://www.nber.org/papers/w11992.pdf>.
191. Grote R. The liberalisation of financial markets: the regulatory response in Germany / R. Grote // The Regulation of International Financial Markets. Perspectives for Reform / Ed. by R. Grote, T. Marauhn. – Cambridge: Cambridge University Press, 2006. – P. 86-97.
192. Heers J. Genes au XV siecle. Activite economique et problemes sociaux / J. Heers. – Paris : S.E.V.P.E.N., 1961. – P. 184-190.
193. Hicks J. A Theory of Economic History / J. Hicks. – Oxford: Clarendon Press, 1969. – 192 p.
194. Hill J. Comparative Corporate Governance and Russia. Coming Full Circle / J. Hill. – European Corporate Governance Institute (ECGI), 2004. – http://papers.ssrn.com/Delivery.cfm/SSRN_ID884268_code119970.pdf.
195. Hong Kong Monetary Authority. – <http://www.info.gov.hk/hkma/eng/hkma/index.htm>.
196. Horn L. The Transformation of Corporate Governance Regulation in Europe. Towards a Marketisation of Corporate Control? / L. Horn. – Amsterdam University, Working Papers Political Science. – 2004. – № 06. – <http://www.arccgor.nl/uploads/File/workingpaperlaura.pdf>.
197. Inaoka H. Fractal Network derived from banking transaction / H. Inaoka et al // Bank of Japan working paper series. – 2004. – April. – № 04-E-04. – <http://www.boj.or.jp/en/type/ronbun/ron/wps/data/wp04e04.pdf>.
198. International Monetary Fund (IMF). Financial Sector Assessment. A Handbook. Chapter 2. Indicators of Financial Structure, Development, and Soundness – 19 p. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fsa/eng/pdf/ch02.pdf>.
199. International Monetary Fund (IMF). Global Financial Stability Report. September 2004. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2004/02/pdf/statappx.pdf>.
200. International Monetary Fund (IMF). Global Financial Stability Report. 2007. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2007/02/pdf/text.pdf>.
201. International Monetary Fund (IMF). Global Financial Stability Report. April 2009. – <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/01/index.htm>.
202. International Monetary Fund (IMF). Regional Economic Outlook. Europe. Strengthening Financial Systems. Nov. 2007. – 75 p. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2007/EUR/ENG/ereo1107.pdf>.
203. IMF survey. Is financial globalization harmful for developing countries? // IMF survey. – 2003. – Vol. 23. – № 10. – P. 153-155.

204. International Monetary Fund (IMF). World Economic Outlook Database. April 2008. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/weodata/index.aspx>.
205. Insurance Information Institute. Industry Financials and Outlook. 1999 – Year End Results. – <http://www.iii.org/media/industry/financials/1999endofyear/>.
206. Insurance Information Institute. Industry Financials and Outlook. 2000 – Year End Results. – <http://www.iii.org/media/industry/financials/2000yearend/>.
207. Insurance Information Institute. Industry Financials and Outlook. 2001 – Year End Results. – <http://www.iii.org/media/industry/financials/2001yearend/>.
208. Insurance Information Institute. Industry Financials and Outlook. 2002 – Year End Results. – <http://www.iii.org/media/industry/financials/2002yearend/>.
209. Insurance Information Institute. Industry Financials and Outlook. 2003 – Year End Results. – <http://www.iii.org/media/industry/financials/2003yearend/>.
210. Insurance Information Institute. Industry Financials and Outlook. 2004 – Year End Results. – <http://www.iii.org/media/industry/financials/2004yearend/>.
211. Insurance Information Institute, Industry Financials and Outlook, 2005 – Year End Results. – <http://www.iii.org/media/industry/financials/2005yearend/>.
212. Insurance Information Institute. Industry Financials and Outlook. 2006 – Year End Results. – <http://www.iii.org/media/industry/financials/2006yearend/>.
213. Insurance Information Institute. Industry Financials and Outlook. 2007 – Year End Results. – <http://www.iii.org/media/industry/financials/2007yearend/>.
214. Investment Company Fact Book. 2008. – http://www.icifactbook.org/pdf/2008_factbook.pdf.
215. International Financial Services (IFSL). IFSL Research. Securitization 2008. – http://www.ifsl.org.uk/upload/CBS_Securitisisation_2008.pdf.
216. Institutul National de Statistica. Participarea populatiei la forta de munca, pe sexe si medii. Populatia ocupata. – <http://www.insse.ro/cms/rw/pages/indicatoriAnuali.ro.do>.
217. International Organization of Securities Commissions (IOSCO) Transparency and market fragmentation. Report from the Technical Committee of the International Organization of securities Commission. – 2001. – November. – <http://www.iosco.com>.
218. International Securities Services Association (ISSA). ISSA Recommendations 2000. Status Report 2001 Market Key Issues Schedule. – 35 p. – <http://www.issanet.org/pdf/KeyIssues2001.pdf>.
219. Ito H. East Asia and Global Imbalance. Saving, Investment and Financial Development / H. Ito, M. Chinn // NBER Working Paper 13364. – 45 p. – <http://papers.nber.org/papers/w13364.pdf>.
220. Jacobson T. Credit rating and the business cycle: can bankruptcies be forecast? / T. Jacobson, L. Jesper // Economic Review. – 2000. – № 4. – P. 11-13. –

http://www.riksbank.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Artiklar_PV/er00_4_artikel2.pdf.

221. Jondeau E. Asset allocation in transition economies. Notes d'études et de recherche / E. Jondeau, M. Rockinger // Banque de France. – 2002. – Oct. – <http://www.banque-france.fr/gb/publications/telnomot/ner/ner90.pdf>.

222. Kendall M.G. The analysis of economic time series. Part 1. Prices / M.G. Kendall // Journal of the Royal Statistical Society. – 1953. – V. 96. – P. 11-25.

223. King R. Finance, Entrepreneurship, and Growth. Theory and Evidence / R. King, R. Levine // Journal of Monetary Economics. – 1993. – December. – Vol. 32. – № 3. – P. 513-542. – <http://www.sciencedirect.com/science/article/B6VBW-458XPFR-8/2/bf62014174980fc5de6904dcfld6144e>.

224. King R. Finance and growth. Schumpeter might be right. Policy Research Working Paper 1083 / R. King, R. Levine. – World Bank, 1993. – 49 p. – http://econ.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64165259&theSitePK=469372&piPK=64165421&menuPK=64166093&entityID=000009265_3961004042036.

225. Kindleberger C. Manias, Panics and Crashes / C. Kindleberger. – New York: Mac Millan, 2004. – 304 p.

226. Khan M.S. Inflation and Financial Depth / M.S. Khan, A.S. Senhadji. – IMF Working paper WP/01/44. – 2001. – 30 p. – <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp0144.pdf>.

227. L'Encyclopedia Universalis. 25 vols. Volume 10. – P.: Editeur A, 1968. – P. 488-491.

228. La Porta R. Corporate Ownership around the World. NBER Working paper № 6625 / R. La Porta, E. Lopez de Silanez, A. Schleifer // Journal of Finance. – 1999. – № 54. – P. 471-517.

229. La Porta R. Corporate Ownership around the World / R. La Porta, E. Lopez de Silanez, A. Schleifer // NBER Working paper. – Vol. 6625. – Cambridge, 1998. – 42 p.

230. Lamfalussy A. Alexandre Lamfalussy's comments to the Press / A. Lamfalussy. – 2000. – Thursday 15. – http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/lamfalussy-comments_en.pdf.

231. Levine R. Stock Markets, Growth, and Tax Policy / R. Levine // Journal of Finance. – 1991. – Vol. 46 (4). – P. 1445-1465.

232. Levine R. Financial Development and Economic Growth. Views and Agenda / R. Levine // World Bank Working Paper № 1678. 1996. – 76 p. – <http://www.worldbank.org/html/dec/Publications/Workpapers/wps1678-abstract.html>.

233. Levine R. More on Finance and Growth. More Finance, More Growth? / R. Levine // Federal Reserve bank of St. Louis. – 2003. – № 07-08. – P. 31-46. – <http://research.stlouisfed.org/publications/review/03/07/Levine.pdf>.

234. Levine R. Stock Markets, Banks, and Economic Growth / R. Levine, S. Zervos // *American Economic Review*. – 1998. – Vol. 88 (3). – P. 537-558. – <http://ideas.repec.org/a/aea/aecrev/v88y1998i3p537-58.html>.
235. Levine R. Stock Markets, Banks, and Economic Growth / R. Levine, S. Zervos // World Bank, WP 1690. – 1998. www.worldbank.org/html/dec/Publications/Workpapers/wps1690-abstract.html
236. Levine R. Bank-Based or Market-Based Financial Systems. Which is Better? / R. Levine. – <http://ideas.repec.org/p/wdi/papers/2002-442.html>.
237. Levine R. Finance and Growth. Theory and Evidence / R. Levine // NBER Working Paper 10766. – 118 p. – http://www.econ.brown.edu/fac/Ross_Levine/Publication/Forthcoming/Forth_Book_Durlauf_FinNGrowth.pdf.
238. Loi № 2003-706 du 1er août 2003 de sécurité financière. – <http://www.legifrance.gouv.fr/texteconsolide/AFECK.htm>.
239. Lucas R. On the Mechanics of Economic Development / R. Lucas // *Journal of Monetary Economics*. – 1988. – Vol. 22. – P. 3-42. – <http://qed.econ.queensu.ca/pub/faculty/lloyd-ellis/econ815/papers/lucas88.pdf>.
240. Madhavan A. Consolidation, Fragmentation, and the Disclosure of Trading Information / A. Madhavan // *Revue of Financial Researches*. – 1995. – Vol. 8. – № 3. – P. 595-603. – <http://links.jstor.org/sici?sici=0893-9454%28199523%298%3A3%3C579%3ACFATDO%3E2.0.CO%3B2-O&size=LARGE>.
241. Magyar Nemzeti Bank. Query Official Daily Exchange Rates. – <http://english.mnb.hu/engine.aspx?page=arfolyamlekerdezés>.
242. Mandelbrot B. The Variation of Certain Speculative Prices / Mandelbrot B. // *Random Character of Stock Prices* [Ed. Cootner P.]. – Cambridge: MIT Press, 1964. – P. 307-331.
243. Mandelbrot B. The Misbehavior of Markets. A Fractal View of Financial Turbulence / B. Mandelbrot, R. Hudson. – N.Y.: Basic Books, 2006. – 352 p.
244. McFadden Act. – http://en.wikipedia.org/wiki/McFadden_Act.
245. McKinsey Global Institute. Mapping Global Capital Markets. Fourth. Annual Report. January 2008. – http://www.mckinsey.com/mgi/publications/Mapping_Global/index.asp.
246. McKinsey Global Institute. Mapping Global Capital Markets. Fifth Annual Report. October 2008. – http://www.mckinsey.com/mgi/reports/pdfs/fifth_annual_report/fifth_annual_report.pdf.
247. Melamed L. Leo Melamed on the markets / L. Melamed. – N.Y.: Wiley, 1993. – 278 p.
248. Mendelson H. Consolidation, Fragmentation, and Market Performance / H. Mendelson. – <http://links.jstor.org/sici?sici=0022-1090%28198706%2922%3A2%3C189%3ACFAMP%3E2.0.CO%3B2-O&size=LARGE>.

249. Meyers Enzyklopädisches Lexikon. In 25 banden. – Band 8. – Berlin : Bibliographisches Institut, 1973. – 848 s.
250. Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – 395 p.
251. Miller M. Financial Markets and Economic Growth / M. Miller // Journal of Applied Corporate Finance. – 1998. – Vol. 11 (3). – P. 8-14. – <http://www.blackwell-synergy.com/doi/abs/10.1111/j.1745-6622.1998.tb00498.x>.
252. Miller S. Corporations Fight to Avoid Accountability (2004) / S. Miller. – <http://www.corpwatch.org/article.php?id=11427>.
253. Ministerstvo financí České republiky. Ekonomický výkon, HDP - DS roční. – http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro_pre_38960.html.
254. Minsky H. Longer Waves in Financial Relations. Financial Factors in the More Severe Depressions / H. Minsky // American Economic Review. – 1964. Vol. 54. №3. – P. 324-335.
255. Minsky H. Financial Instability Revisited. The Economics of Disaster / Minsky H. // Inflation, Recession and Economic Policy / Ed.H. Minsky. – Brighton, 1982. – P. 117-161.
256. Moody's Investors Service. Global Credit Research. Commercial Paper Defaults and Rating Transitions, 1972-1998. – 1998. – May. – <http://www.moodyskmv.com/research/files/wp/33987.pdf>.
257. Moody's secretive nature described to Congress. // Reuters. – 2009. – Sept., 30. – <http://uk.reuters.com/article/idUKN3021695020090930>.
258. Morgan Stanley Capital International (MSCI). MSCI Index Definitions, June 2009. – <http://www.msicbarra.com/products/indices/equity/fm.html>.
259. Morgan Stanley Capital International (MSCI). MSCI Index. – <http://www.msicbarra.com/products/indices/>.
260. Mueller R.C. The Venetian Money, Market, Banks, Panics and the Public Debt. 1200-1500. – Baltimore and London : The Johns Hopkins University Press, 1997. – P. 463-464, 490, 494, 545.
261. Murphy A. John Law. Innovation Theorist and Policymaker / A. Murphy // The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets / Ed. by W.N. Goetzmann, K.G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 225-238.
262. Narodowy Bank Polski. Główny Urząd Statystyczny. Rachunki narodowe. Produkt krajowy brutto. – http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL_pkb_1kw_2008_tablice.xls.
263. Narodowy Bank Polski. Miary pieniądza (dane miesięczne). – http://www.nbp.pl/statystyka/Pieniezna_i_bankowa/DWN/miarypieniadza_nowe.xls.
264. Neal L. Lessons from history for the twenty-first century / Neal L. // The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the

Seventeenth Century to the Present / Ed. by J. Attack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 450-464.

265. Neuere Entwicklungen am Markt für Unternehmensanleihen. – 11 p. – http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/mba/2004/200404mba_anleihen.pdf.

266. Oh G. Building a settlement infrastructure for the Asian bond markets : AsiaSettle / G. Oh, D. Park, J. Park, C. Rhee (paper presented at “Workshop on East Asia’s strategy for regional and global financial cooperation” hosted by Asia Pacific School of Economic and Government, Australian National University and Northeast Asian Institute of Business and Economic Research, Korea University) on 11 October 2003. – <http://www.nira.go.jp/newsj/kanren/170/178/siryou/pdf/7-3.pdf>.

267. Ohnesorge J. Perspectives on US financial regulation / J. Ohnesorge // The Regulation of International Financial Markets : Perspectives for Reform / Ed. by R. Grote, T. Marauhn. – Cambridge : Cambridge University Press, 2006. – P. 95-96.

268. Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Factbook 2005. Macroeconomic Trends. – <http://fiordiliji.sourceoecd.org/factbookpdfs/02-03-02.pdf>.

269. Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Factbook 2007. Macroeconomic Trends. – <http://titania.sourceoecd.org/factbookpdfs/02-01-02.pdf>.

270. Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Gross domestic product : GDP, US \$, current prices, current PPPs, millions. – <http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=2357>.

271. Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Gross domestic product. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=MEI_FIN.

272. Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Institutional investors assets. – http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=MEI_FIN.

273. Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Principles of Corporate Governance. – <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>.

274. Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). OECD Statistics (GDP, unemployment, income, population, labour). – <http://stats.oecd.org/WBOS/index.aspx>.

275. Organization of Economic Co-operation and Development (OECD). Country statistical profiles 2009. – <http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=CSP2009>.

276. Park D. Building infrastructure for Asian bond markets : settlement and credit rating / D. Park, C. Rhee // BIS papers. – № 30. – P. 210-219. – <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap30r.pdf>.

277. Parrish M. Anxious Decades America in Prosperity and Depression, 1920-1941 / M. Parrish. – 529 p.

278. Paulson H. Remarks be Secretary Henry M. Paulson, Jr. on Blueprint for Regulatory Reform / H. Paulson. – 2008. – March, 31. – <http://www.treasury.gov/press/releases/hp897/htm>.

279. Perridon L. Finanzwirtschaft der Unternehmung / L. Perridon, M. Steiner. – Munchen: Verlag Vahlen, 2007. – 732 s.

280. Perus M. A Natural Quantum Neural-Like Network / M. Perus et al. // NeuroQuantology. – 2005. – V. 3. – P. 151-163. – www.neuroquantology.com/2005/03/151.163.pdf.

281. Pezzolo L. Bonds and Government Debt in Italian City-States, 1250-1650 / L. Pezzolo // The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets / Ed. by W.N. Goetzmann, K.G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 145-163.

282. Prast H. New Architectures in the Regulation and Supervision of Financial Markets and Institutions : The Netherlands / H. Prast, I. van. Lelyveld // DNB Working Paper. – 2004. – № 21. – December. – P. 1-9.

283. Presentation de l'Autorite des marches financiers. – http://www.amf-france.org/documents/general/6103_1.pdf.

284. Quinn S. An economic explanation of the early Bank of Amsterdam, debasement, bills of exchange and the emergence of the first central bank / Quinn S., Roberds W. // The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present / Ed. by J. Attack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 32-70.

285. Rajan R. Banks and Markets : The Changing Character of European Finance / R. Rajan, L. Zingales // NBER Working Papers № 9595. – 2003. – 78 p. – <http://www.nber.org/papers/w9595>.

286. Rajan R. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century / R. Rajan, L. Zingales // Journal of Financial Economics. – 2003. – Vol. 69. – P. 5-50. – <http://www.seyan.info/files/the%20great%20reversals.pdf>.

287. Rapport 2004 de l'AMF sur les agences de notation. – http://www.amf-france.org/documents/general/5845_1.pdf.

288. Rating agencies “broke bond of trust”. – <http://marketpipeline.blogspot.com/2008/10/rating-agencies-broke-bond-of-trust.html>.

289. Rating-links. – <http://www.rating-links.de/dir/rating-agenturen>.

290. Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries. – 18 p. – http://www.ecb.int/pub/pdf/other/report_on_supervisory_structuresen.pdf.

291. Recent developments in the corporate bond market. – http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/mba/2004/200404mb_en_bondmarket.pdf.

292. Report on the Role and Functions of credit rating agencies in the operations of the securities market. – US SEC, [January] 2003. – <http://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>.

293. Robinson J. The Generalization of the General Theory / J. Robinson // The Rate of Interest and Other Essays. – L.: MacMillan, 1952. – P. 67-142. – <http://www.questia.com/library/book/the-rate-of-interest-and-other-essays-by-joan-robinson.jsp>.

294. Robinson R. Financial Markets. The Accumulation and Allocation of Wealth / R. Robinson. – N. Y.: McGraw-Hill, 1974. – 512 p.

295. Roubini N. Bailouts or Bail-Ins : Responding to Financial Crises in Emerging Markets / N. Roubini, B. Setser. – N.Y.: Peterson Institute, 2004. – 427 p.

296. Roubini N. Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006 / N. Roubini, B. Setser // Paper presented at the symposium of the Federal Reserve Bank of San Francisco and the University of California Berkeley, “Revived Bretton Woods System: A New Paradigm for Asian Development?” San Francisco, February 4, 2005. – <http://www.docstoc.com/docs/5515921/Will-the-Bretton-Woods-Regime-Unravel-Soon-The-Risk-of>.

297. Roubini N. New International Financial Architecture (Elgar Mini Series) (Vol 1 & v. 2) / N. Roubini, M. Uzan. – N.Y.: Edward Elgar Publishing, 2006. – 1296 p.

298. Rousseau P. Emerging Financial Markets and Early U.S. Growth / P. Rousseau, R. Sylla // NBER Working Paper No. 7448. – 42 p. – <http://papers.nber.org/papers/w7448>.

299. Rousseau P. Historical Perspectives on Financial Development and Economic Growth / P. Rousseau // NBER Working Paper 9333. – 2002. – 49 p. – <http://www.nber.org/papers/w9333>.

300. Rouwenhorst K.G. The Origins of Mutual Funds / K.G. Rouwenhorst // The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets / Ed. by W.N. Goetzmann, K.G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 249-270.

301. Sarbanes-Oxley Act of 2002. – http://www.sarbanes-oxley.com/section.php?level=1&pub_id=Sarbanes-Oxley.

302. Schumpeter J.A. The Instability of Capitalism // Economic Journal. 1928. – Vol. 38. – P. 361-386. – http://www.emeraldinsight.com/Insight/manulDocumentRequest.do?hdAction=ref_document_request&r_contentId=0&r_atitle=The+instability+of+capitalism&r_jtitle=Economic+Journal&r_issn=&r_year=1928&r_volume=38&r_issue=&r_startpage=361-86&r_endpage=&r_publisher=&r_authors=Schumpeter,+J.A.

303. Securities and Exchange Commission (SEC). – <http://www.sec.gov/answers/adrs.htm>.
304. Securities and Exchange Commission (SEC). SEC Charges General Motors With Disclosure and Other Violations Related to Its Pension Plans and Its Accounting for Derivatives and Other Contracts. – <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2009/lr20861.htm>.
305. Securities and Exchange Commission (SEC). Regulations-K. – <http://www.sec.gov/about/forms/regs-k.pdf>.
306. Securities Act Amendments of 1975. № 94-229. – <http://www.answers.com/topic/securities-acts-amendments-of-1975>.
307. Securities Act Of 1933. – <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>.
308. Securities Exchange Act Of 1934. – <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.
309. Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA). Securities Industry and Financial Markets Global Addendum 2007. – <http://www.sifma.org/research/pdf/RRVol2-10.pdf>.
310. SegInterSettle. – <http://www.sisclear.com/>.
311. Seligman J. The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System / J. Seligman // Journal of Corporation Law, Fall. – 1983. – Vol. 9, № 1. – P.1-61.
312. Seventh Directive: consolidated accounts of companies with limited liability. – <http://europa.eu.int/scadplus/leg/en/lvb/l26010.htm>.
313. Shleifer A. Breach of Trust in Hostile Takeover. Corporate Takeovers. Causes and Consequences / A. Shleifer, L. Summers [Ed. A. Auerbach]. – Chicago: Chicago Univ. Press, 1988. – P. 33-56. – <http://www.nber.org/books/auer88-1>.
314. Schleifer A. Survey of Corporate Governance / A. Schleifer, R.A. Vishny // Journal of Finance. – 1997. – Vol. 52. – http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=10182.
315. Slovenská ratingová agentúra. – http://www.slovakrating.sk/sk/rating/r_proces.html.
316. Smith M. A History of the global stock market. From Ancient Rome to Silicon Valley / M. Smith. – Chicago : University of Chicago Press, 2004. – 344 p.
317. Spieser P. Histoire de la finance : Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005. – 559 p.
318. Spremann K. Kapitalmarkte / K. Spremann, P. Gantenbein. – Stuttgart : Lucius & Lucius, 2005 – 246 s.
319. Stiglitz J. Credit Markets and the Control of Capital / J. Stiglitz // Journal of Money, Credit and Banking. – 1985. – № 17. – P. 133-152.
320. Stoll H. Principles of Trading Market Structure / H. Stoll // Journal of financial services res. – 1992. – Vol. 75. – P. 75-107. – <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0927539899000146>.

321. Stigler G. The Theory of Economic Regulation / G. Stigler // Bell Journal of Economics and management Science. – 1971. – Vol.2. – Spring. – P. 3-21.

322. Sullivan R. Regulatory changes and the development of the US banking market, 1870-1914: A study of profit rates and risk in national banks / R. Sullivan // The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present / Ed. by J. Attack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 262-294.

323. Summit on Financial Markets and the World Economy: declaration. – 2008. – November, 15. – http://www.g20.org/Documents/g20_summit_declaration.pdf.

324. Swiss Re. World Insurance in 2007 // Sigma. – 2008. – No 3. – http://www.swissre.com/resources/d901cb004a24e38e9426d71e1eec54e8-sigma3_2008_e.pdf.

325. Sylla R. Comparing the UK and US financial systems, 1790-1830 / R. Sylla // The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present / Ed. by J. Attack, L. Neal. – Cambridge : Cambridge University Press, 2009. – P. 209-240.

326. Taylor M. Integrated Financial Supervision : Lessons of the Northern European Experience / M. Taylor, A. Fleming // World Bank Policy Research Working Paper № 2223. – 1999. – 35 p. – [http://wbln0018.worldbank.org/research/workpapers.nsf/bd04ac9da150d30385256815005076ce/5f52ea1e6cf0a3518525682c005bdf1e/\\$FILE/wp_s2223.pdf](http://wbln0018.worldbank.org/research/workpapers.nsf/bd04ac9da150d30385256815005076ce/5f52ea1e6cf0a3518525682c005bdf1e/$FILE/wp_s2223.pdf).

327. The Basel2 Portal: Basel II Information & Risk Management Systems. – <http://www.basel2.hk/index.html>.

328. The Central Bank of Iceland. The Exchange Rate Index. – <http://www.sedlabanki.is/default.aspx?PageID=183>.

329. The Committee of European Securities Regulators. 19 may 2008 Press Release CESR 08-404. – http://www.cesr-eu.org/data/document/08_404.pdf.

330. The Encyclopedia Americana. International Edition. – Volume 11. – N.Y.: Encyclopedia Americana, 1973. – P. 210-211.

331. The Long View : How adventurous are emerging markets? // Financial Times. – 2006. – October 20. – <http://www.ft.com/cms/s/be77e600-605f-11db-a716-0000779e2340.html>.

332. The New Encyclopedia Britannica. Markets. – 15th edition. – Vol. 11 – L.: Encyclopedia Britannica, 1978. – P. 513.

333. The World Bank. GDP Statistics. – <http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/GDP.pdf>.

334. The World Federation of Exchanges Domestic Market Capitalization 2004. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2004/domestic-market-capitalization>.

335. The World Federation of Exchanges Domestic Market Capitalization 2006. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2006/domestic-market-capitalization>.
336. The World Federation of Exchanges Domestic Market Capitalization 2008. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2008/equity-markets/domestic-market-capitalization>.
337. The World Federation of Exchanges Market Capitalization of Shares of Domestic Companies 1996. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/1996/market-capitalization-shares-domestic-companies>.
338. The World Federation of Exchanges Market Capitalization of Shares of Domestic Companies 1998. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/1998/market-capitalization-shares-domestic-companies>.
339. The World Federation of Exchanges Market Capitalization of Shares of Domestic Companies 2000. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2000/market-capitalization-shares-domestic-companies>.
340. The World Federation of Exchanges Market Capitalization of Shares of Domestic Companies 2002. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2002/market-capitalization-shares-domestic-companies>.
341. The World Federation of Exchanges Value of Bond Trading 1996 – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/1996/value-bond-trading>.
342. The World Federation of Exchanges Value of Bond Trading 1998 – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/1998/value-bond-trading>.
343. The World Federation of Exchanges Value of Bond Trading 2000 – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2000/value-bond-trading>.
344. The World Federation of Exchanges Value of Bond Trading 2002 – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2002/total-value-bond-trading>.
345. The World Federation of Exchanges Value of Bond Trading 2004 – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2004/value-bond-trading>.
346. The World Federation of Exchanges Value of Bond Trading 2006. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2006/total-value-bond-trading>.
347. The World Federation of Exchanges Value of Bond Trading 2008. – <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2008/fixed-income-markets/total-value-bond-trading-0>.
348. Thoughts on “AsiaClear” – An international CSD for the Asia/Pacific region? ISSA Regional Meeting Asia/Pacific 2005 Summary. – Seoul, 2005, October 7. – P. 4-5. – http://www.issanet.org/pdf/issa_2005ap_summary.pdf.
349. Tobin J. Financial Intermediaries and the Effectiveness of Monetary Controls / J. Tobin, W. Brainard // The American Economic Review. – 1963. – Vol. LIII, № 2 – P. 383-400.

350. Towards an integrated supervisor: experiences from the Netherlands. – P. 2-3. – <http://www.info.worldbank.org>.

351. U.S. Bureau of Economic Analysis. National Income and Product Accounts Table. Table 1.1.5. Gross Domestic Product, Billions of dollars, Seasonally adjusted at annual rates. – <http://www.bea.gov/national/nipaweb/TableView.asp?SelectedTable=5&FirstYear=2007&LastYear=2008&Freq=Qtr>.

352. U.S. Federal Reserve. Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstanding, 1965-1974. – <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a1965-1974.pdf>.

353. U.S. Federal Reserve. Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstanding, 1975-1984. – <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a1975-1984.pdf>.

354. U.S. Federal Reserve. Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstanding, 1985-1994. – <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a1985-1994.pdf>.

355. U.S. Federal Reserve. Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstanding, 1995-2004. – <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a1995-2004.pdf>.

356. U.S. Federal Reserve. Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstanding, 2005-2007. – <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a2005-2007.pdf>.

357. U.S. Federal Reserve. Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstanding, 2005-2008. – <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/annuals/a2005-2008.pdf>.

358. U.S. Federal Reserve. Statistical Release, Monthly Historical Money Stock Tables. Table 1: Money Stock Measures. – <http://www.federalreserve.gov/releases/h6/hist/h6hist1.htm>.

359. U.S. Federal Reserve. Statistical Release. Historical M3 Tables. Table A: M3 and Non-M2 M3 – Monthly. – <http://www.federalreserve.gov/releases/h6/hist/h6hista.htm>.

360. Vega, de la, J. Confusion of Confusions / Josseph de la Vega. – N.Y.: Sonsbeek Publishers, 2007. – 96 p. – <http://books.global-investor.com/books/247231/Josseph-De-la-Vega/Confusion-of-Confusions>.

361. Velde F. Was John Law's System a bubble? The Mississippi Bubble revisited / F. Velde // The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present / Ed. by J. Attack, L. Neal. – Cambridge : Cambridge University Press, 2009. – P. 99-120.

362. Vittas D. Pension Reform and Capital Market Development «Feasibility» and «Impact» Preconditions / D. Vittas. – http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=632485.

363. Volker P. The Sea of Global Finance / P. Volker // Global capitalism / [Ed. W. Hutton, A. Giddens]. – N.Y.: The New Press, 2000. – P. 75-85.

364. Weinstein M.I. The Effect of Rating Change Announcement on Bond Pricey / M.I. Weinstein // Journal of Financial Economics. – 1977. – December. – № 6. – P. 329-350. – <http://www.blackwell-synergy.com/doi/pdf/10.1111/j.1467-629X.2006.00192.x>.

365. Wikipedia. Emerging markets. – http://en.wikipedia.org/wiki/Emerging_markets.

366. Wikipedia. Frontier markets. – http://en.wikipedia.org/wiki/frontier_markets.

367. World Bank. Finance for Growth. World Bank Police Research Report. – Washington, 2001. – 232 p. – http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/EXTPRRS/EXTFINGRTH/0,,contentMDK:20325243~entityID:00094946_01052404084811~menuPK:477857~pagePK:64168098~piPK:64168032~theSitePK:477849,00.html.

368. World Federation of Exchange (WFE). Annual report and statistics 2008. – <http://www.world-exchanges.org/files/statistics/excel/WFE%20Annual%20Report%20140509.pdf>.

369. Yamori N. Credit Ratings in the Japanese Bond Market / N. Yamori, N. Nishigaki, Y. Asai // The Institute of Social and Economic Research at Osaka University. – <http://www.iser.osaka-u.ac.jp/library/dp/2006/DP0654.pdf>.

370. Zweites Finanzmarktforderungsgesetz vom 26 Juli 1994 (BGB1. I. 1749). – <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/finanzmarktfoerderungsgesetze.html>.

С.З.Мошенский

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Трансформационные процессы



Сергей Захарович Мошенский -
доктор экономических наук, профессор,
заслуженный экономист Украины,
директор по экономико-правовым
вопросам Группы компаний “Планета”
(г. Киев).
Сфера научных интересов - рынок
ценных бумаг.
Автор книг “Эволюция векселя”
(под названием “History of wechsel”
издана в США), “Вексель. Базовые
концепции”.

 **Экономика**

ISBN 978-5-282-03043-3



9 785282 030433 >